

水羊股份(300740)

报告日期: 2022年07月17日

低估值收购高端品牌伊菲丹, 品牌逻辑继续确认

——水羊股份点评报告

✍️ : 陈腾曦 执业证书编号: S1230520080010
☎️ : 刘雪瑞
✉️ : chentengxi@stocke.com.cn

报告导读

公司自有品牌矩阵再添新成员, 成长驱动已由电商驱动转为品牌驱动, 迈向全渠道、多品类、多品牌的美妆集团, 公司定价体系有望变化!

投资要点

□ 公司拟以 4950 万欧元低估值收购优质标的——高端护肤品牌伊菲丹:

公司拟以 4,450 万欧元购买 Kazokou SAS 及 Orsay 53 SAS 合计持有的 EviDenS de Beauté SAS (旗下拥有高端护肤品牌伊菲丹 EviDenS) 90.05% 的股权, 并以 500 万欧元平价购买原股东持有的标的公司年初已宣派但未支付的股利形成的债权, 本次交易金额合计 4,950 万欧元 (以 2022 年 7 月 15 日中国人民银行公布的人民币汇率中间价折算, 约折合人民币约 33,473.39 万元)。

EviDenS de Beauté SAS 全球终端零售额超过 5 亿人民币。2021 年实现收入/净利 1,972.65/549.23 万欧元, 对应 PE 约 9X。2022 年前 5 个月实现收入/净利 831.36 /179.96 万欧元。

1) **定位:** 结合了日法美肤工艺的高端护肤品牌, 敏感肌抗衰品牌。

2) **产品:** 涵盖日常全品类护肤产品, 2019 年入驻中国, 主力定位千元以上高端价格带, 核心单品超级面膜 JOUR 1600 元/50ml。

3) **渠道:** 包括美国、法国、英国、日本、韩国、泰国等超过 30 个国家或地区, 且已入驻全球巴黎老佛爷百货、瑰丽酒店以及 Tsum (莫斯科中央百货)、King Power (泰国皇权)、Harrods (英国哈洛德百货)、中国 SKP 众多顶级市场。

□ 公司具备强品牌运营能力, 御泥坊、城野医生、伊菲丹等均为业内标杆案例, 预计收购伊菲丹股权后整合效果良好:

公司坚持以自主品牌为核心, 自主品牌与代理品牌双业务驱动的战略。代理业务方面, 为进入中国市场的海外美妆品牌提供资本、品牌、产品等多维度赋能。2019 年以来公司作为伊菲丹中国独家合作伙伴, 帮助其在中国美妆市场打开知名度, 及积累较高美誉度, 品牌营收规模实现了较大增长。

□ 除收购品牌补齐品牌矩阵外, 自有品牌升级也有突破, 公司成长驱动已由电商驱动转为品牌驱动, 迈向全渠道、多品类、多品牌的美妆集团:

1) **御泥坊:** 深化盛唐文化的传递, 着重梳理品牌管理体系、持续强化品牌认知、系统化提升品牌感知, 进行新老形象切换, 收入稳, 毛利&利润增。

2) **大水滴:** 21 年下半年完成品牌焕新升级, 专注熬夜护肤细分赛道, 针对熬夜生物节律独创 3 大时间产品系列 22:00, 00:00 和 03:00, 明星单品大水滴熬夜面膜、潜力大单品 3 点祛痘精华快速起量、持续热销。

3) **小迷糊:** 亦重塑品牌定位一年轻肌科学护理专家。21 年 2 月官宣面膜品类代言人赵露思扩大品牌知名度, 单品战痘泥 5 月销售突破 2000 万, 取得当月天猫面膜品类销售 TOP1, 并连续 3 个月霸占天猫面膜销量第一。

评级

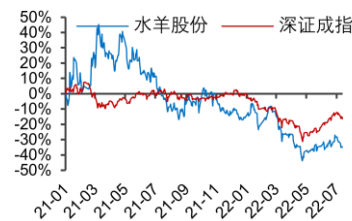
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥12.26

单季度业绩

元/股

1Q/2022	0.10
4Q/2021	0.22
3Q/2021	0.14
2Q/2021	0.14



公司简介

美妆品牌运营企业, 运营自有品牌御泥坊、大水滴、小迷糊、花瑶花、御 MEN 等, 并全面承接强生等国际品牌在中国的代理业务。

相关报告

- 1 《水羊股份 (300740) 点评报告: 沧海遗珠, 逆境下强韧性》2022.05.04
- 2 《水羊股份 (300740) 深度报告: 御美有方, 破茧成蝶》2020.08.11

报告撰写人: 陈腾曦

联系人: 刘雪瑞

点评报告

行业公司研究——贸易 III

证券研究报告

- **盈利预测及估值：**公司自有品牌增长态势良好且盈利能力不断提升，新锐品牌矩阵持续建立，代理品牌进入业务良性轨道，且在持续新接品牌，业绩多轮驱动。预计 22/23/24 年归母净利达到 3.74/5.93/7.43 亿元，同比增长 58.0%/58.9%/25.2%，对应估值 13.5X/8.5X/6.8X。公司业绩韧性远优于代运营类企业、接近美妆品牌标杆，预计随着公司品牌矩阵不断完善，定价体系有望发生改变，维持买入评级。
- **风险因素：**疫情反复导致业绩不及预期；新品牌拓展不及预期；代理品牌解约风险。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	5,010	6,508	8,408	10,231
(+/-)	34.9%	29.9%	29.2%	21.7%
净利润	236	374	593	743
(+/-)	68.5%	58.0%	58.9%	25.2%
每股收益(元)	0.57	0.90	1.42	1.78
P/E	21.3	13.5	8.5	6.8

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E	单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,680	2,307	2,777	3,731	营业收入	5,010	6,508	8,408	10,231
现金	440	802	886	1,523	营业成本	2,402	3,024	3,854	4,675
交易性金融资产	39	0	0	0	营业税金及附加	20	33	42	51
应收账款	280	345	396	440	营业费用	2,029	2,636	3,363	4,092
其它应收款	40	46	65	70	管理费用	193	245	277	334
预付账款	120	121	200	174	研发费用	66	88	114	138
存货	728	952	1,189	1,482	财务费用	36	45	45	45
其他	31	40	41	42	资产减值损失	(7)	(10)	(10)	(9)
非流动资产	1,065	1,403	1,706	1,706	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	12	0	0	0
长期投资	6	0	1	2	其他经营收益	14	10	10	10
固定资产	106	781	758	1,126	营业利润	279	432	708	889
无形资产	70	81	82	83	营业外收支	1	5	5	5
在建工程	501	100	400	0	利润总额	280	437	713	894
其他	383	441	464	495	所得税	45	66	121	152
资产总计	2,745	3,709	4,483	5,437	净利润	235	372	591	742
流动负债	1,008	962	1,095	1,276	少数股东损益	(1)	(2)	(2)	(1)
短期借款	523	300	300	300	归属母公司净利润	236	374	593	743
应付款项	135	214	297	378	EBITDA	333	515	792	981
预收账款	0	43	5	54	EPS (最新摊薄)	0.57	0.90	1.42	1.78
其他	350	404	493	545	主要财务比率				
非流动负债	144	622	642	673		2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	129	20	20	20	成长能力				
其他	15	602	622	653	营业收入	34.9%	29.9%	29.2%	21.7%
负债合计	1,152	1,583	1,737	1,949	营业利润	74.9%	55.0%	63.7%	25.7%
少数股东权益	(6)	(8)	(10)	(11)	归属母公司净利润	68.5%	58.0%	58.9%	25.2%
归属母公司股东权益	1,599	2,133	2,755	3,498	获利能力				
负债和股东权益	2,745	3,709	4,483	5,437	毛利率	52.1%	53.5%	54.2%	54.3%
					净利率	4.7%	5.7%	7.1%	7.3%
					ROE	16.1%	20.1%	24.4%	23.8%
					ROIC	11.8%	16.8%	0.0%	0.0%
					偿债能力				
					资产负债率	41.9%	42.7%	38.7%	35.9%
					净负债比率	72.3%	74.5%	63.3%	55.9%
					流动比率	1.7	2.4	2.5	2.9
					速动比率	0.8	1.3	1.3	1.6
					营运能力				
					总资产周转率	2.0	2.0	2.1	2.1
					应收帐款周转率	21.9	22.0	21.5	23.0
					应付帐款周转率	5.4	11.0	10.0	10.0
					每股指标(元)				
					每股收益	0.57	0.90	1.42	1.78
					每股经营现金	0.48	0.71	1.14	1.53
					每股净资产	3.89	5.14	6.59	8.37
					估值比率				
					P/E	21.3	13.5	8.5	6.8
					P/B	3.2	2.4	1.8	1.4
					EV/EBITDA	15.8	8.9	5.7	3.9

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>