

## 接连收购海外品牌，资源嫁接实现战略闭环

### 投资要点

- **事件:** 2022年7月18日,水羊股份发布公告,拟以4450万欧元购买法国EDB公司90.1%的股权,并以500万欧元平价购买原股东持有的EDB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4950万欧元(折合人民币约3.3亿元)。此次收购事件一周前,水羊股份刚刚完成了对法国轻奢品牌PA公司投资及中国区业务的收购,在这两次收购中水羊股份都只获得标的公司控股权,不参与日常经营,原有品牌团队保持独立运营。
- **EDB定位轻奢级护肤品牌,填补公司中高端市场空缺。**EDB公司创立于2007年,旗下拥有专为敏感肌研发的高端护肤抗衰品牌EviDenS de Beauté,在全球超过30个国家均有销售,于2019年由水羊股份代理进入中国市场,已入驻巴黎老佛爷百货、中国SKP等众多顶级渠道,全球终端零售额超过5亿人民币;PA创建于1961年,是拥有61年历史的法国小众轻奢护肤品牌。此次收购将帮助公司填补中高端价格带的市场空缺,进一步完善公司品牌矩阵。
- **先代理再收购,充分嫁接资源实现战略闭环。**水羊股份在对两家公司收购前负责其品牌代理业务,本次战略投资是水羊股份高端化、国际化进程中里程碑式的一步,收购完成后可将标的公司高端商场资源、免税渠道、机场渠道、全球代理商网络与自有品牌进行匹配、嫁接。我们认为,水羊股份通过本轮收购,国内市场品牌矩阵得到再次扩充,海外市场经营能力进一步增强,未来将持续释放其代理业务带来的品牌红利,“万国来潮”战略实现闭环,双业务驱动优势凸显,带动公司进入高增轨道。
- **EDB盈利能力较强,预计并表后增厚公司净利。**EDB公司2021年实现营业收入为1972.7万欧元、净利润为549.2万欧元。我们预期并表后,在EDB公司运营稳定、保持全球化稳定发展的情况下,2022年将为水羊股份贡献约500万欧元(折合人民币约3400万元)净利润,有助于改善公司盈利能力。
- **盈利预测与投资建议:**考虑到公司收购事项尚需对外投资相关部门登记和备案,因此并表之前,仍预计公司2022-2024年EPS分别为0.86元、1.27元、1.75元,未来三年归母净利润将保持45%的复合增长率,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 汇兑风险、收购标的并表进度及经营表现不及预期风险、商誉减值风险、竞争加剧风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	5010.12	6664.84	8334.24	10315.88
增长率	34.86%	33.03%	25.05%	23.78%
归属母公司净利润(百万元)	236.42	352.72	521.22	720.80
增长率	68.54%	49.19%	47.77%	38.29%
每股收益EPS(元)	0.57	0.86	1.27	1.75
净资产收益率ROE	14.76%	18.21%	21.84%	24.00%
PE	26	17	12	8
PB	3.79	3.13	2.54	2.02

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓  
执业证号: S1250518090001  
电话: 023-63786049  
邮箱: gmh@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)	4.12
流通A股(亿股)	3.78
52周内股价区间(元)	10.61-19.49
总市值(亿元)	61.17
总资产(亿元)	27.54
每股净资产(元)	3.72

### 相关研究

1. 水羊股份(300740): 双业务驱动营收利润高增, 自有品牌形象升级 (2022-04-29)
2. 水羊股份(300740): 品牌焕新再起航, 御美有方谱新篇章 (2022-01-13)

EDB 公司创始人是法国圣保罗德旺斯贵族，以家族超过 800 年历史的族徽作为品牌图形 logo，专为敏感肌研发的高奢抗衰品牌，深受欧洲名媛政要的青睐。EDB 公司在全球已具备完善的供应链体系和销售渠道，在中国、欧洲、美国等 30 多个国家均有销售，并且主要供应高端线下渠道，比如巴黎老佛爷百货、英国 Harrods 百货、北京 SKP 等，全球终端零售额超过 5 亿元人民币。

EDB 公司 2021 年实现营业收入 1972.7 万欧元（约 1.4 亿元人民币）、净利润 549.2 万欧元（约 3759 万元人民币），2022 年 1-5 月实现营业收入 831.4 万欧元（约 5689 万元人民币）、净利润 180 万欧元（约 1232 万元人民币）。假设收购成功并顺利并表，且 EDB 公司保持稳定运营和全球化发展稳步推进，预计 2022 年 EDB 公司将为水羊股份贡献约 500 万欧元（约 3400 万元人民币）净利润。并表之后盈利预测如下：

考虑到 EDB 公司在高端市场的全球化布局以及较为完善的供应链和销售体系，预计并表之后水羊股份 2022-2024 年 EPS 分别为 0.9 元、1.34 元、1.83 元，未来三年归母净利润将保持 47.1% 的复合增长率。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	5010.12	6826.77	9030.52	11343.14
增长率	34.86%	36.26%	32.28%	25.61%
归属母公司净利润（百万元）	236.42	370.99	551.55	753.24
增长率	68.54%	56.92%	48.67%	36.57%
每股收益 EPS（元）	0.57	0.90	1.34	1.83
净资产收益率 ROE	14.76%	18.98%	22.68%	24.50%
PE	26	16	11	8
PB	3.79	3.10	2.49	1.97

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5010.12	6664.84	8334.24	10315.88	净利润	235.24	350.96	518.63	717.21
营业成本	2401.55	3087.52	3754.06	4543.76	折旧与摊销	19.73	15.80	15.80	15.80
营业税金及附加	19.72	28.66	35.31	43.41	财务费用	36.21	26.66	41.67	61.90
销售费用	2029.23	2732.59	3442.04	4270.77	资产减值损失	-6.64	-2.00	-2.00	-2.00
管理费用	193.36	386.56	458.38	557.06	经营营运资本变动	-174.24	-54.07	-243.04	-240.86
财务费用	36.21	26.66	41.67	61.90	其他	89.04	-7.12	-18.64	-5.53
资产减值损失	-6.64	-2.00	-2.00	-2.00	<b>经营活动现金流净额</b>	199.34	330.23	312.42	546.51
投资收益	11.76	12.00	12.00	12.00	资本支出	-328.53	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	-0.37	-0.44	-0.34	其他	-164.27	11.63	11.56	11.66
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-492.79	11.63	11.56	11.66
<b>营业利润</b>	278.73	416.49	616.33	852.63	短期借款	262.88	-60.83	-44.82	-193.86
其他非经营损益	1.33	1.33	1.11	1.22	长期借款	129.10	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	280.06	417.82	617.43	853.85	股权融资	35.86	0.00	0.00	0.00
所得税	44.82	66.86	98.81	136.64	支付股利	0.00	-47.28	-70.54	-104.24
净利润	235.24	350.96	518.63	717.21	其他	-72.96	-7.68	-41.67	-61.90
少数股东损益	-1.18	-1.76	-2.60	-3.59	<b>筹资活动现金流净额</b>	354.88	-115.80	-157.04	-360.00
归属母公司股东净利润	236.42	352.72	521.22	720.80	<b>现金流量净额</b>	54.82	226.06	166.94	198.16
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	440.42	666.48	833.42	1031.59	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	440.89	575.56	721.35	884.34	销售收入增长率	34.86%	33.03%	25.05%	23.78%
存货	727.94	935.80	1149.30	1387.36	营业利润增长率	74.95%	49.42%	47.98%	38.34%
其他流动资产	70.72	81.04	91.44	103.80	净利润增长率	70.23%	49.19%	47.77%	38.29%
长期股权投资	5.77	5.77	5.77	5.77	EBITDA 增长率	56.05%	37.13%	46.81%	38.07%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	606.45	599.28	592.10	584.92	毛利率	52.07%	53.67%	54.96%	55.95%
无形资产和开发支出	70.24	62.48	54.72	46.96	三费率	45.08%	47.20%	47.30%	47.40%
其他非流动资产	382.97	382.11	381.24	380.38	净利率	4.70%	5.27%	6.22%	6.95%
<b>资产总计</b>	2745.40	3308.52	3829.35	4425.12	ROE	14.76%	18.21%	21.84%	24.00%
短期借款	522.88	462.05	417.23	223.36	ROA	8.57%	10.61%	13.54%	16.21%
应付和预收款项	336.95	622.28	706.77	844.25	ROIC	16.65%	18.63%	24.01%	28.31%
长期借款	129.10	129.10	129.10	129.10	EBITDA/销售收入	6.68%	6.89%	8.08%	9.02%
其他负债	162.70	168.06	201.14	240.33	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	1151.63	1381.49	1454.23	1437.04	总资产周转率	2.04	2.20	2.34	2.50
股本	411.54	411.54	411.54	411.54	固定资产周转率	47.72	65.30	87.83	117.60
资本公积	668.81	668.81	668.81	668.81	应收账款周转率	20.17	20.50	19.90	19.76
留存收益	771.93	1077.36	1528.04	2144.60	存货周转率	3.33	3.67	3.58	3.57
归属母公司股东权益	1599.35	1934.37	2385.05	3001.61	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.18%	—	—	—
少数股东权益	-5.58	-7.34	-9.93	-13.52	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	1593.77	1927.03	2375.12	2988.09	资产负债率	41.95%	41.76%	37.98%	32.47%
负债和股东权益合计	2745.40	3308.52	3829.35	4425.12	带息债务/总负债	56.61%	42.79%	37.57%	24.53%
					流动比率	1.67	1.83	2.13	2.63
					速动比率	0.94	1.07	1.26	1.56
					股利支付率	0.00%	13.41%	13.53%	14.46%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	334.67	458.95	673.80	930.33	每股收益	0.57	0.86	1.27	1.75
PE	25.61	17.17	11.62	8.40	每股净资产	3.89	4.70	5.79	7.29
PB	3.79	3.13	2.54	2.02	每股经营现金	0.48	0.80	0.76	1.33
PS	1.21	0.91	0.73	0.59	每股股利	0.00	0.11	0.17	0.25
EV/EBITDA	17.52	12.12	7.94	5.33					
股息率	0.00%	0.78%	1.17%	1.72%					

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

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@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
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com	
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@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