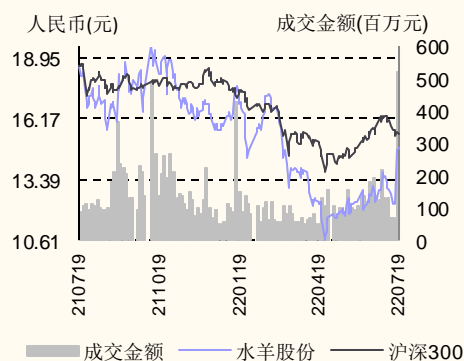


市场价格 (人民币): 14.86 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.12
已上市流通 A 股(亿股)	3.78
总市值(亿元)	61.17
年内股价最高最低(元)	19.49/10.61
沪深 300 指数	4269
创业板指	2751



## 相关报告

1. 《产品升级/品类优化、盈利能力持续提升-水羊股份点评》，2022.4.28
2. 《“自有品牌+代理业务”发力，业绩延续高增-水羊股份 1H21 点...》，2021.8.29

## 入主国际高端护肤品牌，品牌资产更上一层楼

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,715	5,010	6,429	8,014	9,688
营业收入增长率	54.02%	34.86%	28.32%	24.65%	20.89%
归母净利润(百万元)	140	236	369	572	746
归母净利润增长率	415.28%	68.54%	55.89%	55.11%	30.45%
摊薄每股收益(元)	0.341	0.574	0.895	1.389	1.812
每股经营性现金流净额	0.32	0.48	0.95	1.20	1.62
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.37%	14.78%	18.03%	23.95%	26.31%
P/E	53.04	27.66	17.86	11.51	8.83
P/B	5.50	4.09	3.22	2.76	2.32

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件简评

- 7.18 公告收购法国高端品牌 EviDenS de Beaute (以下简称伊菲丹) 90.05%股权、纳入合并报表，转让价 4450 万欧元，并以 500 万欧元平价购买公司已宣派 21 年度股息债权，合计折人民币 3.35 亿元，对应 21 年 PE 9X。上周公司完成对法国轻奢品牌 PierAuge 公司的投资及收购中国业务。
- 此次收购以公司自有资金完成，预计 7.31 前完成交割，收购后伊菲丹创始人仍有 10% 股份并继续担任法定代表、原团队保留，维持独立经营。

## 经营分析

- 定位高景气赛道，全球化布局、净利率处行业高位。伊菲丹成立于 2007 年，是专为敏感肌研制的高端抗衰护肤，单价 1800 元。2021/22.1-5 营收 1972.7/831.4 万欧元，净利润 549.2/180 万欧元，净利率 27.8%/21.6%、盈利性较优。根据欧睿，21 年中国抗衰市场规模 685 亿元、CAGR5 27%，功效护肤 280 亿元、CAGR5 25%，品牌定位护肤行业高景气赛道。渠道上，已布局全球 30+ 国家及地区线下高端百货/免税/航空等渠道。
- 收购前已具备成熟代理经验，整合预计顺畅。伊菲丹 19 年进入中国、由水羊股份为中国总代，取得高速增长，20 年中国区销售额同增 700%，21 年陆续布局丝芙兰、王府井、SKP 等渠道。根据魔镜和飞瓜数据，2021/1H22 品牌淘系+京东+抖音合计销售额分别增 39%/31%，快于大盘的 20%/4%；抖音 21.7 进入前 300 名，排名中枢持续提升，22.6 为 61 名。产品以超级面膜为主，1H22 占淘系销售额 28%，收购后计划丰富国内市场销售品类，防晒/精粹水等海外大单品预计份额提升，22 年来抗光老防晒占比已升至 6%。
- 此次收购助力延伸高端、打造品牌集团，强化研发&供应链实力，全球渠道协同。收购后公司拥有伊菲丹法国工厂及研发中心，整合优质研发及供应链资源提升核心竞争力；渠道方面望共享伊菲丹全球优质渠道布局，推动自有品牌出海，根据不同品牌定位与渠道目标人群、定位适配性进行资源嫁接。

## 投资建议

- 看好公司收购后研发&供应链&渠道资源整合协同，多品牌构建估值提升。维持 22-24 年盈利预测，归母净利 3.7/5.7/7.5 亿元，+56%/55%/30%，eps 为 0.90/1.39/1.81，对应 PE 18/12/9 倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 新品+渠道销售/营销投放等不及预期，收购品牌运营不及预期。

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001  
luoxiaoting@gjzq.com.cn

蔡昕好 联系人  
caixy@gjzq.com.cn

图表 1: 水羊股份旗下自有、代理品牌线上销售额

品牌		业绩	22-01	22-02	22-03	22-04	22-05	22-06	
自有品牌	御泥坊	淘系销售额 (万元)	2233.7	2596.9	3958.0	3310.5	2487.8	4035.4	
		淘系 yoy	-57.5%	-46.7%	-46.2%	-52.3%	-58.8%	-57.8%	
		抖音销售额 (万元)	998.0	798.5	598.7	739.4	915.0	814.5	
		抖音排名	75	144	178	137	144	159	
	小迷糊	淘系销售额 (万元)	603.6	780.5	733.9	550.5	805.3	1455.8	
		淘系 yoy	-51.3%	-26.2%	-67.0%	-79.2%	-79.9%	-68.3%	
	薇风/大水滴	淘系销售额 (万元)	387.6	622.9	1162.5	929.1	722.4	2742.2	
		淘系 yoy	1077.5%	3002.5%	2551.0%	2841.4%	1127.2%	2014.2%	
		抖音销售额 (万元)	599.7	856.9	711.9	551.5	385.1	-	
		抖音排名	120	106	157	182	275	-	
	伊菲丹	淘系销售额 (万元)	1388.8	1183.5	1329.3	714.9	769.3	1968.1	
		淘系 yoy	103.6%	69.0%	-33.7%	-25.8%	-25.5%	-64.6%	
		抖音销售额 (万元)	487.6	659.5	1516.9	1069.0	788.0	2168.0	
		抖音排名	154	143	74	96	166	61	
	代理品牌	城野医生	淘系销售额 (万元)	403.0	566.8	811.3	920.0	619.2	807.0
			淘系 yoy	41.7%	153.1%	128.8%	55.5%	-8.5%	-37.5%
奥尔滨		淘系销售额 (万元)	2586.3	2370.5	2522.3	1485.2	1649.0	4579.0	
		淘系 yoy	19.6%	2.4%	0.5%	-21.3%	-6.6%	-19.9%	

来源: 魔镜数据, 飞瓜数据, 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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>主营业务收入</b>	<b>2,412</b>	<b>3,715</b>	<b>5,010</b>	<b>6,429</b>	<b>8,014</b>	<b>9,688</b>	货币资金	362	460	440	782	961	1,244
增长率	54.0%	34.9%	28.3%	24.7%	20.9%		应收账款	136	249	320	361	450	544
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,181</b>	<b>-1,887</b>	<b>-2,402</b>	<b>-2,911</b>	<b>-3,502</b>	<b>-4,115</b>	存货	738	696	728	877	1,055	1,240
%销售收入	48.9%	50.8%	47.9%	45.3%	43.7%	42.5%	其他流动资产	254	215	191	215	245	275
<b>毛利</b>	<b>1,231</b>	<b>1,828</b>	<b>2,609</b>	<b>3,518</b>	<b>4,512</b>	<b>5,572</b>	流动资产	1,490	1,620	1,680	2,235	2,711	3,304
%销售收入	51.1%	49.2%	52.1%	54.7%	56.3%	57.5%	%总资产	80.8%	74.6%	61.2%	67.7%	68.3%	70.9%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-11</b>	<b>-17</b>	<b>-20</b>	<b>-26</b>	<b>-32</b>	<b>-39</b>	长期投资	129	144	111	111	111	111
%销售收入	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	112	279	606	848	1,040	1,131
<b>销售费用</b>	<b>-1,041</b>	<b>-1,438</b>	<b>-2,029</b>	<b>-2,655</b>	<b>-3,318</b>	<b>-4,069</b>	%总资产	6.1%	12.8%	22.1%	25.7%	26.2%	24.3%
%销售收入	43.1%	38.7%	40.5%	41.3%	41.4%	42.0%	无形资产	87	84	79	84	89	94
<b>管理费用</b>	<b>-103</b>	<b>-122</b>	<b>-193</b>	<b>-270</b>	<b>-325</b>	<b>-392</b>	非流动资产	353	553	1,065	1,066	1,261	1,356
%销售收入	4.3%	3.3%	3.9%	4.2%	4.1%	4.1%	%总资产	19.2%	25.4%	38.8%	32.3%	31.7%	29.1%
<b>研发费用</b>	<b>-44</b>	<b>-48</b>	<b>-66</b>	<b>-100</b>	<b>-127</b>	<b>-145</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,843</b>	<b>2,173</b>	<b>2,745</b>	<b>3,301</b>	<b>3,972</b>	<b>4,659</b>
%销售收入	1.8%	1.3%	1.3%	1.6%	1.6%	1.5%	短期借款	156	260	533	523	698	782
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>33</b>	<b>203</b>	<b>300</b>	<b>468</b>	<b>711</b>	<b>927</b>	应付款项	397	455	318	444	538	637
%销售收入	1.4%	5.5%	6.0%	7.3%	8.9%	9.6%	其他流动负债	48	108	157	156	219	277
<b>财务费用</b>	<b>-14</b>	<b>-34</b>	<b>-36</b>	<b>-35</b>	<b>-37</b>	<b>-41</b>	流动负债	602	822	1,008	1,124	1,455	1,696
%销售收入	0.6%	0.9%	0.7%	0.5%	0.5%	0.4%	长期贷款	24	0	129	129	129	129
<b>资产减值损失</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	2	0	15	10	7	5
<b>公允价值变动收益</b>	<b>1</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债</b>	<b>627</b>	<b>823</b>	<b>1,152</b>	<b>1,263</b>	<b>1,591</b>	<b>1,830</b>
<b>投资收益</b>	<b>14</b>	<b>4</b>	<b>12</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>2</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,218</b>	<b>1,353</b>	<b>1,599</b>	<b>2,044</b>	<b>2,387</b>	<b>2,834</b>
%税前利润	62.5%	2.4%	4.2%	1.4%	0.9%	0.2%	其中：股本	411	411	412	412	412	412
<b>营业利润</b>	<b>19</b>	<b>159</b>	<b>279</b>	<b>439</b>	<b>681</b>	<b>888</b>	未分配利润	377	517	750	971	1,314	1,761
营业利润率	0.8%	4.3%	5.6%	6.8%	8.5%	9.2%	少数股东权益	-2	-4	-6	-6	-6	-6
<b>营业外收支</b>	<b>4</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,843</b>	<b>2,173</b>	<b>2,745</b>	<b>3,301</b>	<b>3,972</b>	<b>4,659</b>
<b>税前利润</b>	<b>23</b>	<b>159</b>	<b>280</b>	<b>439</b>	<b>681</b>	<b>888</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	0.9%	4.3%	5.6%	6.8%	8.5%	9.2%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>所得税</b>	<b>3</b>	<b>-21</b>	<b>-45</b>	<b>-70</b>	<b>-109</b>	<b>-142</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	-11.4%	13.3%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	每股收益	0.066	0.341	0.574	0.895	1.389	1.812
<b>净利润</b>	<b>25</b>	<b>138</b>	<b>235</b>	<b>369</b>	<b>572</b>	<b>746</b>	每股净资产	2.963	3.292	3.886	4.965	5.798	6.885
少数股东损益	-2	-2	-1	0	0	0	每股经营现金净流	-0.509	0.318	0.484	0.954	1.197	1.620
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>27</b>	<b>140</b>	<b>236</b>	<b>369</b>	<b>572</b>	<b>746</b>	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.358	0.556	0.725
净利率	1.1%	3.8%	4.7%	5.7%	7.1%	7.7%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	2.23%	10.37%	14.78%	18.03%	23.95%	26.31%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	1.48%	6.46%	8.61%	11.16%	14.39%	16.01%
<b>净利润</b>	<b>25</b>	<b>138</b>	<b>235</b>	<b>369</b>	<b>572</b>	<b>746</b>	投入资本收益率	2.61%	10.96%	11.18%	14.60%	18.62%	20.82%
少数股东损益	-2	-2	-1	0	0	0	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>41</b>	<b>36</b>	<b>42</b>	<b>17</b>	<b>18</b>	<b>18</b>	主营业务收入增长率	7.43%	54.02%	34.86%	28.32%	24.65%	20.89%
<b>非经营收益</b>	<b>-20</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>94</b>	<b>44</b>	<b>56</b>	EBIT增长率	-77.86%	522.01%	47.67%	55.75%	52.04%	30.39%
<b>营运资金变动</b>	<b>-255</b>	<b>-50</b>	<b>-82</b>	<b>-87</b>	<b>-140</b>	<b>-153</b>	净利润增长率	-79.17%	415.28%	68.54%	55.89%	55.11%	30.45%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-209</b>	<b>131</b>	<b>199</b>	<b>392</b>	<b>493</b>	<b>667</b>	总资产增长率	-3.17%	17.89%	26.37%	20.24%	20.34%	17.29%
<b>资本开支</b>	<b>-19</b>	<b>-210</b>	<b>-550</b>	<b>-73</b>	<b>-213</b>	<b>-113</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>-129</b>	<b>30</b>	<b>46</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应收账款周转天数	16.5	16.4	18.1	18.0	18.0	18.0
<b>其他</b>	<b>309</b>	<b>5</b>	<b>12</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>2</b>	存货周转天数	201.6	138.6	108.2	110.0	110.0	110.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>162</b>	<b>-175</b>	<b>-493</b>	<b>-67</b>	<b>-207</b>	<b>-111</b>	应付账款周转天数	83.8	43.6	28.8	28.0	28.0	28.0
<b>股权募资</b>	<b>22</b>	<b>6</b>	<b>5</b>	<b>223</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	16.4	10.3	7.7	5.5	4.1	3.0
<b>债权募资</b>	<b>106</b>	<b>80</b>	<b>391</b>	<b>-12</b>	<b>175</b>	<b>85</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>-253</b>	<b>31</b>	<b>-42</b>	<b>-192</b>	<b>-278</b>	<b>-356</b>	净负债/股东权益	-26.10%	-18.53%	11.46%	-8.31%	-7.32%	-13.15%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-125</b>	<b>116</b>	<b>355</b>	<b>20</b>	<b>-104</b>	<b>-271</b>	EBIT利息保障倍数	2.3	6.0	8.3	13.4	19.5	22.4
<b>现金净流量</b>	<b>-171</b>	<b>57</b>	<b>55</b>	<b>345</b>	<b>182</b>	<b>285</b>	资产负债率	34.02%	37.87%	41.95%	38.25%	40.05%	39.29%

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
买入	10	16	25	46	64
增持	2	4	6	13	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.17	1.20	1.19	1.22	1.00

来源：聚源数据

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。

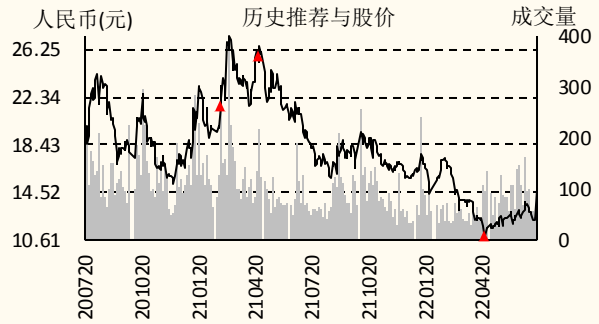
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-02-24	买入	19.85	28.50 ~ 29.00
2	2021-03-06	买入	22.40	N/A
3	2021-04-26	买入	26.19	N/A
4	2021-08-29	买入	16.90	N/A
5	2022-04-28	买入	11.14	N/A

来源：国金证券研究所



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。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，而不应对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**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402