

水羊股份 (300740.SZ) 买入 (维持评级)

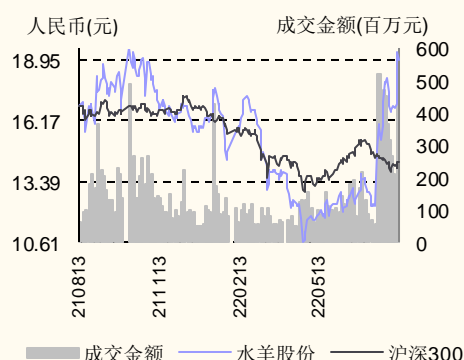
公司点评

市场价格 (人民币): 18.95 元

Q2 业绩承压, 期待下半年边际改善

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)	78.00
年内股价最高最低(元)	19.49/10.61
沪深 300 指数	4191
创业板指	2691



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	371	571	749
归母净利润增长率	415.28%	68.54%	56.84%	54.01%	31.24%
摊薄每股收益(元)	0.341	0.574	0.901	1.387	1.821
每股经营性现金流净额	0.32	0.48	0.75	1.26	1.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.37%	14.78%	18.82%	22.47%	22.78%
P/E	53.04	27.66	21.04	13.66	10.41
P/B	5.50	4.09	3.96	3.07	2.37

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件简评

- 8.12 公告 1H22 业绩, 收入 22 亿元、+3.9%, 归母净利 0.83 亿元, -6.9%, 其中 2Q22 营收 11.6 亿元、-11.2%, 归母净利 0.41 亿元、-29.4%, 净利率 3.6% (-0.9PCT)。Q2 收入、利润均承压, 主要系 1) 受国内外疫情反复、部分地区供应链及物流影响, 2) 加大研发&营销投入, 费用率提升。

经营分析

- 智造基地 8 月 8 日正式投产, 短期费用增加、长期数字化协同降本增效。**报告期内水羊智造基地投入 9857 万元, 已累计投入 6.62 亿元, 当前工厂员工 500 人, 数字化建设预计节约 70% 的人力成本, 长期看降本增效有望提升盈利性。预计 2022 年智能工厂微亏损, 2023 年开始逐步实现盈利。
- 积极推进自有品牌转型, 研发&营销费率提升。**1H22 销售/管理/研发费率 43.1%/6.4%/2.0%, +2.4/+0.2/+0.5PCT。公司加强原料+配方+产品研发布局, 当前研发人员数量 300+, 计划 2022 年底增加至 500 人, 望成为中国最大的美妆企业研发团队。当前已成功推出大单品“微 800”, 抖音第一次直播销售额 80 万元, 当前抖音日销稳定在 10 万+, 转型初见成效。积极储备 10 余款新品, 每个新品从赛马淘汰/功效验证/开模生产共需投入研发费用 400 万元, 1H22 费用率升。
- 代理&自有品牌双轮驱动, 收购伊菲丹驱动业绩增长。**8.2 与伊菲丹完成交割, 持股 90.05%, 2H22 并表。伊菲丹 2021/22.1-5 营收 1973/831 万欧元, 净利润 549/180 万欧元, 净利率 27.8%/21.6%、显著高于公司原业务。预计 22-24 年伊菲丹并表利润 0.34/0.37/0.42 亿元。公司长期目标自有/代理业务各占 50%, 当前代理业务增速快于自有品牌, 强生、KIKO 等运营良好; 自有品牌中御泥坊转型升级、大水滴/小迷糊当前月销 3000 万元, 同比有较快增长。

投资建议

- 公司收购后研发&供应链&渠道整合协同, 多品牌构建估值提升。预计 22-24 年 eps 0.90/1.39/1.82, 对应 PE 21/14/10 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。

相关报告

- 《入主国际高端护肤品牌, 品牌资产更上一层楼-水羊股份收购点评》, 2022.7.20
- 《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
- 《“自有品牌+代理业务”发力, 业绩延续高增-水羊股份 1H21 点评》, 2021.8.29

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

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
主营业务收入	2,412	3,715	5,010	6,429	8,014	9,688	货币资金	362	460	440	597	956	1,590
增长率		54.0%	34.9%	28.3%	24.7%	20.9%	应收款项	136	249	320	432	538	650
主营业务成本	-1,181	-1,887	-2,402	-2,911	-3,502	-4,115	存货	738	696	728	844	1,015	1,193
%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	240	272	306
毛利	1,231	1,828	2,609	3,518	4,512	5,572	流动资产	1,490	1,620	1,680	2,113	2,781	3,740
%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%	62.6%	67.2%	72.0%
营业税金及附加	-11	-17	-20	-26	-32	-39	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	781	880	975
销售费用	-1,041	-1,438	-2,029	-2,642	-3,318	-4,069	%总资产	6.1%	12.8%	22.1%	23.1%	21.3%	18.8%
%销售收入	43.1%	38.7%	40.5%	41.1%	41.4%	42.0%	无形资产	87	84	79	81	78	75
管理费用	-103	-122	-193	-254	-317	-388	非流动资产	353	553	1,065	1,265	1,360	1,451
%销售收入	4.3%	3.3%	3.9%	4.0%	4.0%	4.0%	%总资产	19.2%	25.4%	38.8%	37.4%	32.8%	28.0%
研发费用	-44	-48	-66	-100	-127	-150	资产总计	1,843	2,173	2,745	3,377	4,141	5,191
%销售收入	1.8%	1.3%	1.3%	1.6%	1.6%	1.6%	短期借款	156	260	533	627	655	788
息税前利润 (EBIT)	33	203	300	497	719	927	应付款项	397	455	318	445	539	639
%销售收入	1.4%	5.5%	6.0%	7.7%	9.0%	9.6%	其他流动负债	48	108	157	198	267	333
财务费用	-14	-34	-36	-45	-43	-38	流动负债	602	822	1,008	1,270	1,461	1,759
%销售收入	0.6%	0.9%	0.7%	0.7%	0.5%	0.4%	长期贷款	24	0	129	129	129	129
资产减值损失	-22	-15	-11	-17	-3	-4	其他长期负债	2	0	15	10	7	5
公允价值变动收益	1	-2	0	0	0	0	负债	627	823	1,152	1,409	1,598	1,893
投资收益	14	4	12	12	12	12	普通股股东权益	1,218	1,353	1,599	1,970	2,541	3,291
%税前利润	62.5%	2.4%	4.2%	2.7%	1.8%	1.3%	其中：股本	411	411	412	412	412	412
营业利润	19	159	279	446	685	898	未分配利润	377	517	750	1,121	1,692	2,441
营业利润率	0.8%	4.3%	5.6%	6.9%	8.5%	9.3%	少数股东权益	-2	-4	-6	-2	2	7
营业外收支	4	0	1	0	0	0	负债股东权益合计	1,843	2,173	2,745	3,377	4,141	5,191
税前利润	23	159	280	446	685	898	比率分析						
利润率	0.9%	4.3%	5.6%	6.9%	8.5%	9.3%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	3	-21	-45	-71	-110	-144	每股指标						
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	0.901	1.387	1.821
净利润	25	138	235	375	575	754	每股净资产	2.963	3.292	3.886	4.786	6.174	7.994
少数股东损益	-2	-2	-1	4	4	5	每股经营现金净流	-0.509	0.318	0.484	0.749	1.263	1.716
归属于母公司的净利润	27	140	236	371	571	749	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	1.1%	3.8%	4.7%	5.8%	7.1%	7.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	2.23%	10.37%	14.78%	18.82%	22.47%	22.78%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	1.48%	6.46%	8.61%	10.98%	13.79%	14.44%
净利润	25	138	235	375	575	754	投入资本收益率	2.61%	10.96%	11.18%	15.31%	18.15%	18.48%
少数股东损益	-2	-2	-1	4	4	5	增长率						
非现金支出	41	36	42	47	58	73	主营业务收入增长率	7.43%	54.02%	34.86%	28.32%	24.65%	20.89%
非经营收益	-20	6	4	10	37	42	EBIT增长率	-77.86%	522.01%	47.67%	65.38%	44.80%	28.94%
营运资金变动	-255	-50	-82	-124	-151	-163	净利润增长率	-79.17%	415.28%	68.54%	56.84%	54.01%	31.24%
经营活动现金净流	-209	131	199	308	520	706	总资产增长率	-3.17%	17.89%	26.37%	23.01%	22.62%	25.35%
资本开支	-19	-210	-550	-205	-150	-160	资产管理能力						
投资	-129	30	46	0	0	0	应收账款周转天数	16.5	16.4	18.1	22.0	22.0	22.0
其他	309	5	12	12	12	12	存货周转天数	201.6	138.6	108.2	108.0	108.0	108.0
投资活动现金净流	162	-175	-493	-193	-138	-148	应付账款周转天数	83.8	43.6	28.8	30.0	30.0	30.0
股权募资	22	6	5	0	0	0	固定资产周转天数	16.4	10.3	7.7	21.6	24.1	21.2
债权募资	106	80	391	92	28	133	偿债能力						
其他	-253	31	-42	-46	-49	-54	净负债/股东权益	-26.10%	-18.53%	11.46%	6.03%	-8.30%	-21.63%
筹资活动现金净流	-125	116	355	46	-21	79	EBIT利息保障倍数	2.3	6.0	8.3	10.9	16.8	24.5
现金净流量	-171	57	55	161	361	637	资产负债率	34.02%	37.87%	41.95%	41.72%	38.58%	36.47%

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	0	15	23	33	65
增持	1	4	6	8	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.21	1.21	1.20	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。

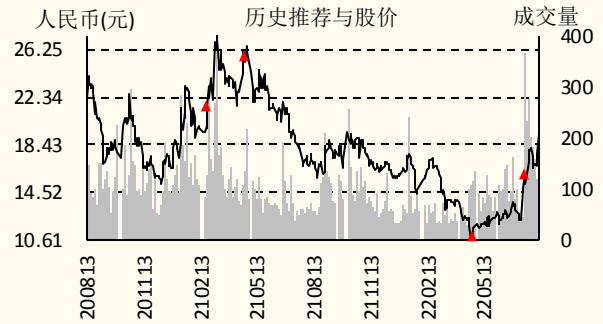
最终评分与平均投资建议对照：

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
6	2022-07-20	买入	14.86	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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人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