

水羊股份 (300740.SZ)

疫情影响短期业绩，品牌升级及多品牌布局夯实长期发展

增持

核心观点

疫情反复及品牌升级焕新增加费用，影响公司上半年营收利润。公司 2022 上半年实现营收 22.01 亿元，同比增长 3.89%；归母净利润 0.83 亿元，同比下降 6.88%，其中二季度实现营收 11.56 亿元，同比-11.22%，归母净利润 0.41 亿元，同比-29.38%。在二季度疫情影响的大背景之下，以及公司自身主品牌升级费用提高，公司营收利润增速环比均有所承压。

营收拆分：水乳膏霜品类相对稳健，自营业务表现亮眼。1) 分产品：公司非面膜品类占比继续提升。上半年公司贴式面膜、非贴式面膜、水乳膏霜分别实现营收 0.62 亿、0.49 亿、7.54 亿，同比-56.33%、-64.45%、-0.30%；2) 分平台：积极推动平台多元化布局，自有平台快速发展。上半年公司第三方平台实现营收 18.58 亿元，同比+4.74%，收入占比 84.40%，其中淘系平台实现收入 8.66 亿元，同比-16.49%，公司积极开拓抖音等新兴平台实现了线上整体稳健增长；自有平台实现营收 1.47 亿元，同比+73.58%。

盈利营运：公司上半年毛利率 55%，同比+1.86pct，其中二季度毛利率 55.66%，同比+1.77pct，受益公司积极的产品升级以及高毛利业务占比提升；上半年公司销售费用率为 43.09%，同比+2.43pct，主要系公司不断对品牌进行升级更新并持续推出新品导致销售费用增加；公司上半年存货周转天数为 140 天，同比上升 33 天；上半年经营性现金流净额为-0.71 亿元，同比-147.63%，主要原因在于品牌升级导致销售费用投入增多。

风险提示：新品升级不及预期，收购品牌销售不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：“四双战略”持续深化，双业务驱动未来可期

上半年虽受疫情影响，但公司仍坚持打造品牌影响力，加大新品的推出，集中升级焕新自主品牌，主品牌有望实现长期健康发展。同时，公司收购中高端品牌伊菲丹 (EDB) 和 Pier Augé 中国区经营权，有助于提升公司盈利能力，中长期也将进一步完善公司品牌矩阵，并借助国际化的研发团队，实现集团创新研究能力的提升，驱动产品不断推陈出新。综合来看，公司持续践行“四双战略”不动摇，未来将继续推动自有品牌资产沉淀，打造多品牌矩阵，提升全渠道运营能力，持续构建品牌和平台生态，在美妆赛道中行稳致远。考虑短期疫情反弹对公司的业绩影响，同时兼顾公司并表 EDB 带来业绩增厚影响，我们下调公司 2022-2023 年归母净利润预测为 3.11 亿元/4.57 亿元，上调 2024 年归母净利润预测为 6.19 亿元(原值分别为 3.38/4.66/5.75 亿元)，同比增速为 32%/47%/36%，对应 PE 为 25/17/13x，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,715.04	5,010.12	6,195.52	8,000.27	9,712.33
(+/-%)	54.02%	34.86%	23.66%	29.13%	21.40%
净利润(百万元)	140.27	236.42	310.85	456.55	618.55
(+/-%)	415.28%	68.54%	31.48%	46.87%	35.48%
每股收益(元)	0.34	0.57	0.76	1.11	1.50
EBIT Margin	5.47%	5.99%	6.27%	7.22%	7.97%
净资产收益率 (ROE)	10.37%	14.78%	16.46%	19.74%	21.42%
市盈率 (PE)	55.53	32.99	25.09	17.08	12.61
EV/EBITDA	39.84	28.34	21.74	14.60	10.82
市净率 (PB)	5.76	4.88	4.13	3.37	2.70

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

美容护理·化妆品

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

联系人：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	18.95 元
总市值/流通市值	7807/7163 百万元
52 周最高价/最低价	20.02/10.47 元
近 3 个月日均成交额	177.83 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《水羊股份 (300740.SZ) - 外延完善中高端品牌布局，“四双战略”持续深化》——2022-07-19

《水羊股份 (300740.SZ) - 双业务驱动高效增长，盈利能力持续改善》——2022-04-29

《水羊股份-300740-2021 年三季报点评：业绩实现稳健高增，“四双”战略持续推进》——2021-10-30

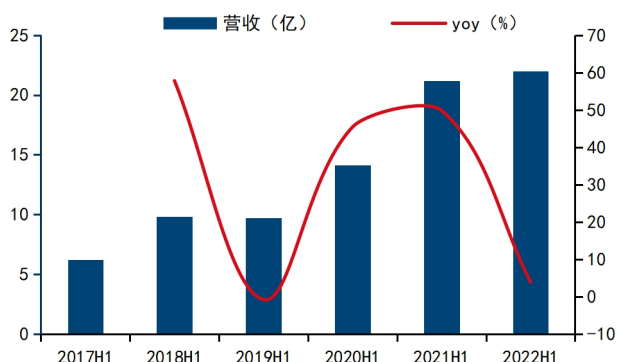
《水羊股份-300740-2021 年半年报点评：营收利润双高增，品类及渠道结构持续优化》——2021-09-01

《水羊股份-300740-2020 年年报暨 2021 年一季报点评：业绩表现持续靓丽，盈利能力加速改善》——2021-04-26

疫情反复及品牌升级焕新增加费用，影响公司上半年营收利润。公司 2022 上半年实现营业收入 22.01 亿元，同比增长 3.89%，国内疫情反复导致部分区域供应链及物流受限，对公司自有品牌及代理品牌业务开展均产生了一定程度的不利影响；实现归母净利润 0.83 亿元，同比下降 6.88%，自有品牌集中升级焕新以及大规模推新导致短期费用率提升，从而对公司利润产生一定影响。

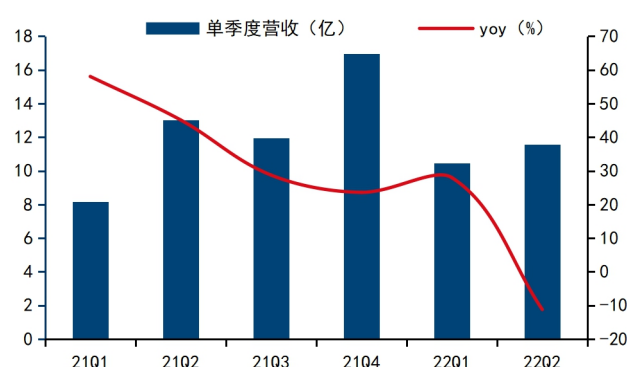
分季度来看，2022 年 Q2 实现营收 11.56 亿元，同比-11.22%，归母净利润 0.41 亿元，同比-29.38%。Q2 由于国内疫情反复严重，各地的封控措施导致整体化妆品行业增长承压，但长期来看，公司自有品牌调整态势良好，代理品牌进入业务良性轨道，有望实现持续稳健高增长。

图1：水羊股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



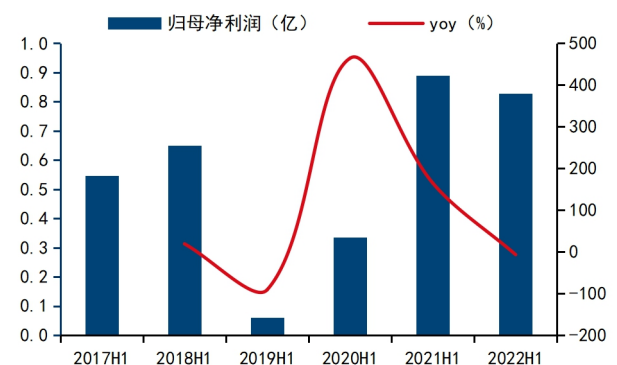
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：水羊股份单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



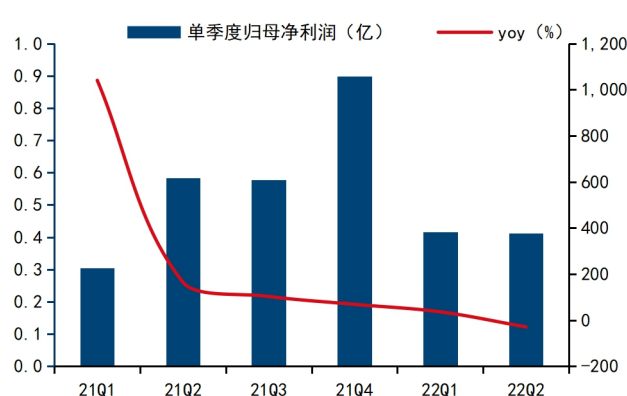
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：水羊股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：水羊股份单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

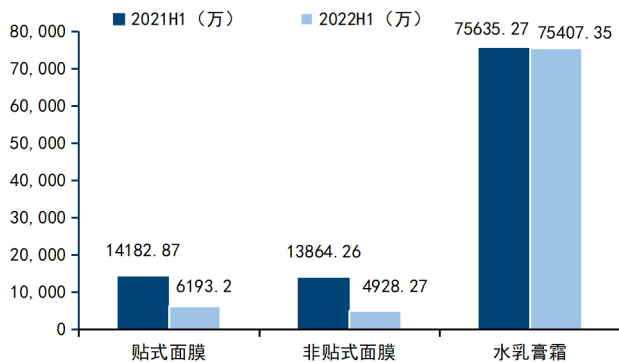
营收拆分：水乳膏霜品类稳健增长，自营业务表现亮眼

分产品：品类结构调整持续进行。公司 2022 上半年年贴式面膜实现营收 0.62 亿元，同比-56.33%；非贴式面膜实现营收 0.49 亿元，同比-64.45%；水乳膏霜实现营收 7.54 亿元，同比-0.30%。

分平台：平台多元化布局持续推进，自有平台快速发展。2022 上半年第三方平台实现营收 18.58 亿元，同比+4.74%，收入占比 84.40%；其中淘系平台实现收入 8.66

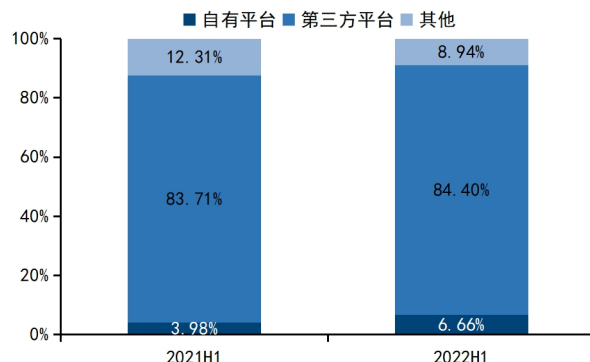
亿元，同比-16.49%，期末网店数量 222 家；自有平台实现营收 1.47 亿元，同比+73.58%，收入占比 6.66%；自有平台增长快速，公司自有小程序水羊潮妆 2022H1 新增会员数超 300 万；B 端合作平台水羊直供新入驻合作分销商超 7000 家；私域运营持续发力，已为 2.1 万用户提供定制护肤解决方案；新增大水滴等品牌的微信、支付宝品牌官方商城，注册用户数持续增长。

图5：公司核心产品经营数据



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

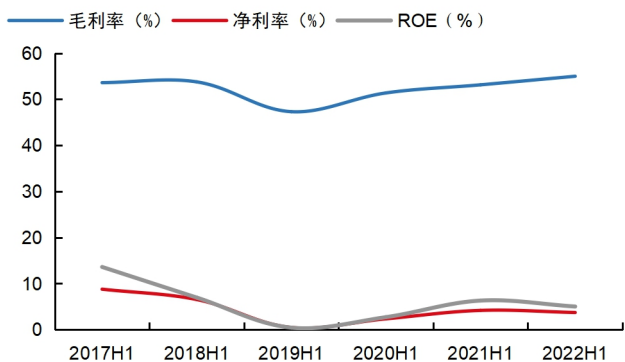
图6：公司分平台模式营收占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

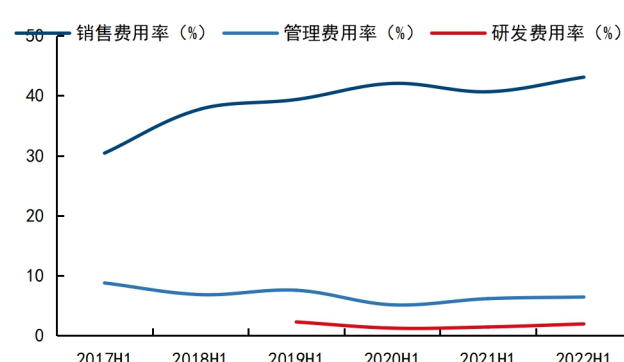
盈利能力方面，公司上半年毛利率 55.00%，同比+1.86pct；净利率 3.73%，同比-0.46pct；2022 年 Q2 毛利率、净利率分别为 55.66%、3.57%，净利率水平下降主要系费用的提升；费用率方面，2022 上半年公司销售费用率 43.09%，同比+2.43pct；管理费用率 6.44%，同比+0.27pct；研发费用率 1.95%，同比+0.51pct。公司持续推动大研发建设，构建创新平台，拥有研发团队 300 余人。

图7：公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

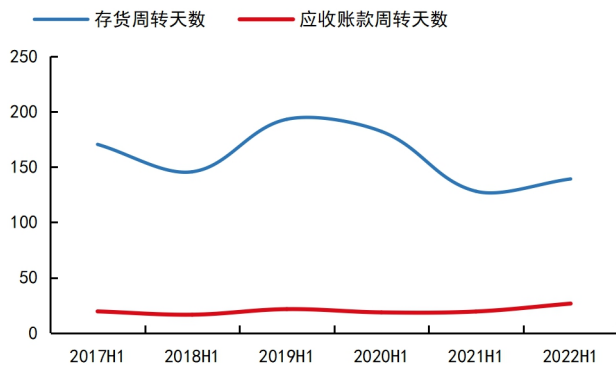
图8：公司费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

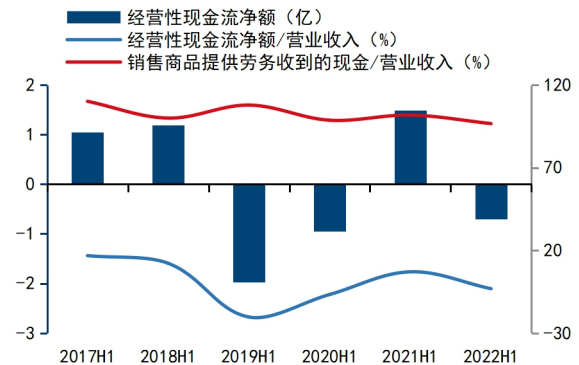
营运能力方面，公司 2022 上半年存货周转天数为 140 天，同比上升 33 天；应收账款周转天数为 27 天，同比上升 9 天。现金流方面，公司上半年经营性现金流净额为-0.71 亿元，同比-147.63%，主要原因在于品牌升级导致费用投入的增多。

图9：公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司现金流情况



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：“四双战略”持续深化，双业务驱动未来可期

上半年虽受疫情影响，但公司仍坚持打造品牌影响力，加大新品的推出，集中升级焕新自主品牌，并且加大研发生产投入。长期来看，主品牌有望实现持续健康发展。同时，公司收购中高端品牌伊菲丹（EDB）和 Pier Augé中国区经营权，有助于提升公司盈利能力，中长期也将进一步完善公司品牌矩阵，并借助国际化的研发团队，实现集团创新研究能力的提升，驱动产品不断推陈出新。目前本次收购已于7月底完成交割，预计从下半年开始有望对公司业绩带来一定增厚影响。

综合来看，公司持续践行“四双战略”不动摇，未来将继续推动自有品牌资产沉淀，打造多品牌矩阵，提升全渠道运营能力，持续构建品牌和平台生态，在美妆赛道中行稳致远。考虑公司主品牌仍在品牌调整期预计短期对利润表现有所影响，同时考虑疫情反复对公司物流、采购等环节带来的影响，导致收入持续增长承压，我们略下调公司今年盈利预测，同时兼顾考虑收购 EDB 后的逐步孵化对公司中长期盈利能力提升影响，我们下调公司 2022-2023 年归母净利润预测为 3.11 亿元/4.57 亿元，上调 2024 年归母净利润预测为 6.19 亿元（原值分别为 3.38/4.66/5.75 亿元），同比增速为 32%/47%/36%，对应 PE 为 25/17/13x，维持“增持”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (22-08-13)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (21A)	PEG (22E)	投资 评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E			
300740	水羊股份	18.95	78.00	0.57	0.76	1.11	1.50	27.66	25.09	17.09	12.61	14.78	0.79	增持
300957	贝泰妮	195.20	826.87	2.04	2.81	3.80	5.14	94.39	69.47	51.37	37.98	18.15	1.83	买入
603605	珀莱雅	172.43	485.25	2.87	2.60	3.20	3.89	72.68	66.32	53.88	44.33	20.03	2.44	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	460	440	450	450	450	营业收入	3715	5010	6196	8000	9712
应收款项	249	320	407	526	639	营业成本	1887	2402	2873	3692	4461
存货净额	696	728	781	992	1196	营业税金及附加	17	20	25	32	39
其他流动资产	165	152	248	320	388	销售费用	1438	2029	2600	3315	3986
流动资产合计	1620	1680	1925	2327	2713	管理费用	122	193	211	260	302
固定资产	279	606	1263	1720	1769	研发费用	48	66	99	124	152
无形资产及其他	72	70	67	65	62	财务费用	34	36	32	50	50
投资性房地产	196	383	383	383	383	投资收益	4	12	0	0	0
长期股权投资	6	6	6	6	6	资产减值及公允价值变动	7	7	7	7	0
资产总计	2173	2745	3645	4501	4932	其他收入	(68)	(70)	(99)	(124)	(152)
短期借款及交易性金融负债	260	533	1063	1347	1060	营业利润	159	279	364	534	724
应付款项	352	206	273	347	419	营业外净收支	(0)	1	0	0	0
其他流动负债	210	268	283	360	432	利润总额	159	280	364	534	724
流动负债合计	822	1008	1619	2053	1911	所得税费用	21	45	55	80	109
长期借款及应付债券	0	129	129	129	129	少数股东损益	(2)	(1)	(2)	(2)	(3)
其他长期负债	0	15	15	15	15	归属于母公司净利润	140	236	311	457	619
长期负债合计	0	144	144	144	144	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	823	1152	1763	2197	2055	净利润	140	236	311	457	619
少数股东权益	(4)	(6)	(7)	(9)	(12)	资产减值准备	(7)	(4)	101	45	18
股东权益	1353	1599	1888	2313	2888	折旧摊销	13	15	51	107	137
负债和股东权益总计	2173	2745	3645	4501	4932	公允价值变动损失	(7)	(7)	(7)	(7)	0
						财务费用	34	36	32	50	50
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(37)	(355)	(52)	(206)	(223)
每股收益	0.34	0.57	0.76	1.11	1.50	其它	5	3	(103)	(47)	(20)
每股红利	0.03	0.04	0.05	0.08	0.11	经营活动现金流	107	(111)	301	349	529
每股净资产	3.29	3.89	4.59	5.62	7.02	资本开支	0	(343)	(800)	(600)	(200)
ROIC	10.52%	11.91%	12%	13%	16%	其它投资现金流	86	11	0	0	0
ROE	10.37%	14.78%	16%	20%	21%	投资活动现金流	79	(332)	(800)	(600)	(200)
毛利率	49%	52%	54%	54%	54%	权益性融资	(15)	5	0	0	0
EBIT Margin	5%	6%	6%	7%	8%	负债净变化	(24)	129	0	0	0
EBITDA Margin	6%	6%	7%	9%	9%	支付股利、利息	(10)	(15)	(22)	(32)	(43)
收入增长	54%	35%	24%	29%	21%	其它融资现金流	(5)	191	530	283	(286)
净利润增长率	415%	69%	31%	47%	35%	融资活动现金流	(88)	423	508	251	(329)
资产负债率	38%	42%	48%	49%	41%	现金净变动	98	(19)	10	0	0
股息率	0.1%	0.2%	0.3%	0.4%	0.6%	货币资金的期初余额	362	460	440	450	450
P/E	55.5	33.0	25.1	17.1	12.6	货币资金的期末余额	460	440	450	450	450
P/B	5.8	4.9	4.1	3.4	2.7	企业自由现金流	0	(430)	(471)	(208)	372
EV/EBITDA	39.8	28.3	21.7	14.6	10.8	权益自由现金流	0	(111)	32	33	43

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032