

## 公司研究

## 疫情影响及品牌升级影响 Q2 利润，期待多品牌战略效果释放

## ——水羊股份（300740.SZ）2022 年中报点评

## 增持（下调）

当前价：18.95 元

## 作者

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebscn.com

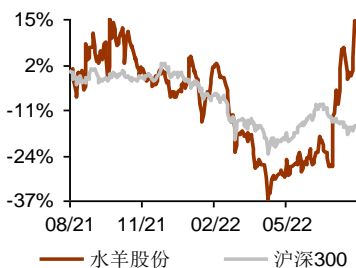
联系人：朱洁宇

zhujiayu@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	4.12
总市值(亿元):	78.00
一年最低/最高(元):	10.47/20.02
近3月换手率:	186.52%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	55.92	50.94	26.13
绝对	54.57	56.87	10.95

资料来源：Wind

## 相关研报

收购高端护肤品牌伊菲丹 90.05%股权，品牌矩阵得到有力强化——水羊股份（300740.SZ）收购股权公告点评（2022-07-19）

21 年业绩高增、达成股权激励目标，期待持续健康增长——水羊股份（300740.SZ）2021 年年报及 2022 年一季报点评（2022-04-29）

三季度延续健康增长，自有品牌和代理品牌并驾齐驱——水羊股份（300740.SZ）2021 年三季报点评（2021-10-29）

## 要点

## 上半年收入、归母净利润分别同比+3.89%、-6.88%

公司发布 2022 年中报，上半年实现营业收入 22.01 亿元、同比增长 3.89%，归母净利润 8282 万元、同比下滑 6.88%，扣非归母净利润 7308 万元、同比下滑 7.13%，EPS 为 0.22 元。

分季度来看，22Q1、Q2 单季度收入分别同比+27.96%、-11.22%，归母净利润分别同比+36.10%、-29.38%。其中二季度业绩承压一方面由于受国内外疫情反复影响，部分区域供应链及物流受限影响销售；另一方面由于自主品牌集中升级焕新、导致品牌定位梳理、设计等费用增加，以及大规模上架新品导致研发费用增加，使得利润端增长承压。

## 上半年水乳膏霜占比继续提升至 75%、面膜类占比下降，品类结构继续优化

收入拆分来看：1) 公司渠道以线上为主，上半年线上销售收入为 20.04 亿元、占比为 91.05%、收入同比增 7.87%；推算线下渠道收入同比下滑 24.48%。

线上渠道中，第三方平台（自营、经销、代销模式均有）占主导、上半年收入 18.58 亿元、占总收入比例为 84.40%（同比+0.69PCT）、收入同比+4.74%；自有平台（系自营）上半年收入 1.47 亿元、占总收入比例为 6.66%（同比+2.67PCT）、收入同比+73.58%。

第三方平台细分来看，淘系（模式涵盖自营、经销、代销）上半年占总收入比例为 39.35%（同比-9.60PCT）、收入同比-16.49%；推算非淘系的第三方平台合计占总收入比例为 45.04%，收入同比+34.65%，非淘系销售额已经超过淘系。

2) 分品类来看，上半年贴式面膜、水乳膏霜、非贴式面膜收入占比分别为 13.40%、74.56%、7.35%，收入分别同比-28.69%、+26.02%、-31.70%。其中面膜品类合计占比下降 9.95PCT，水乳膏霜增长较快、占比明显提升 13.10PCT，品类结构更为均衡和优化。

## 费用率提升超过毛利率，存货和应收账款周转放缓，经营现金流转为净流出

**毛利率：**上半年同比提升 1.86PCT 至 55.00%。分品类来看，主力品类贴式面膜、水乳膏霜毛利率分别为 61.52%（同比+3.00PCT）、50.23%（+6.73PCT）。分季度来看，22Q1、Q2 毛利率分别同比+2.32、+1.77PCT。

**期间费用率：**上半年同比提升 2.30PCT 至 50.16%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 43.09%（同比+2.43PCT）、4.48%（-0.24PCT）、1.95%（+0.51PCT）、0.63%（-0.40PCT），其中销售费用率提升主要为职工薪酬和平台推广服务费增幅较大。

**其他指标方面：**1) 存货 22 年 6 月末较 22 年初增加 10.52%至 8.05 亿元、同比增加 12.14%；存货周转天数为 139 天、同比增加 11 天。

2) 应收账款 22 年 6 月末较 22 年初增加 31.74%至 3.69 亿元、同比增加 54.26%；应收账款周转天数为 27 天、同比增加 7 天。

3) 经营现金流上半年同比转为净流出、净流出 7078 万元，主要系上半年受疫情影响账期变长以及存货储备增加占用资金较大所致。

### 外部疫情扰动下持续深化内功，期待长期多品牌战略构建健康增长

长期以来，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”的发展战略。上半年自主品牌全面进入品牌升级阶段，新品推出可圈可点：御泥坊微 800 次抛精华、耀白面膜、春风拂面泥浆面膜等新品投放发力，高客单人群占比显著提升；新锐品牌方面，大水滴 3 点祛痘精华在多渠道获得祛痘精华销量 Top1、品牌 GMV 破亿元；小迷糊专研年轻肌抗氧化成分—肌肤源力因子；男士护肤品牌全新升级并更名为“御”。代理品牌方面，公司与强生的合作逐步进入良性发展轨道、业绩稳步增长，城野医生、露得清、KIKO、美斯蒂克等品牌明星单品表现亮眼。

上半年在疫情扰动下公司积极深化内功，坚持研发与数字双科技赋能战略。研发方面，公司多款原料进入中试阶段，自研的 800 道尔顿透明质酸实现量产，且在配方研发领域开展 AB 竞研机制、利用新机制展开了 4 项功效组合研发；数字化方面，公司建设 4 个联接平台、提升消费者、分销商、达人、品牌方外部协作效率，并加速提升内部协作效率，通过数据赋能升级爆品打造逻辑。

此外，公司于 2022 年 7 月收购了法国高奢抗衰老品牌伊菲丹 90.05% 的股权，交易现已完成、后续将并表贡献业绩增量。同时公司亦完成对法国轻奢品牌 PierAuge 的投资及其中国业务的收购，进一步丰富自主高端品牌的布局，亦加强了海外研发、供应链及高端渠道拓展能力。

公司积极布局多品牌建设，自有品牌上半年积极推新，代理品牌顺利发展，虽然销售端受到疫情干扰以及相应的短期推广费用等有所上升、侵蚀利润，但我们期待公司积极的多品牌策略逐步开花结果、构建长期健康增长且带来净利率提升。考虑到疫情影响存不确定性，我们下调公司 22~24 年盈利预测（归母净利润较前次盈利预测分别下调 18%、27%、21%），按最新股本计算，预计 22~24 年 EPS 分别为 0.73、1.06、1.41 元，22、23 年 PE 分别为 26 倍、18 倍，下调至“增持”评级。

**风险提示：**疫情影响超预期致终端消费疲软；新品或新品牌销售不及预期；流量成本上升，影响公司盈利能力；行业竞争加剧；费用控制不当。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3,715	5,010	5,716	6,877	8,260
营业收入增长率	54.02%	34.86%	14.08%	20.32%	20.10%
净利润（百万元）	140	236	299	435	579
净利润增长率	415.28%	68.54%	26.64%	45.40%	33.10%
EPS（元）	0.34	0.57	0.73	1.06	1.41
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.37%	14.78%	15.77%	18.65%	19.89%
P/E	56	33	26	18	13
P/B	5.8	4.9	4.1	3.3	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-08-12

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,715	5,010	5,716	6,877	8,260
营业成本	1,887	2,402	2,634	3,129	3,724
折旧和摊销	13	15	27	54	80
税金及附加	17	20	23	28	33
销售费用	1,438	2,029	2,378	2,833	3,387
管理费用	122	193	224	267	320
研发费用	48	66	79	93	112
财务费用	34	36	31	28	6
投资收益	4	12	10	10	5
营业利润	159	279	349	516	700
利润总额	159	280	355	517	689
所得税	21	45	57	83	110
净利润	138	235	298	434	578
少数股东损益	-2	-1	-1	-1	-1
归属母公司净利润	140	236	299	435	579
EPS(元)	0.34	0.57	0.73	1.06	1.41

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	131	199	322	480	690
净利润	140	236	299	435	579
折旧摊销	13	15	27	54	80
净营运资金增加	106	280	81	37	80
其他	-129	-333	-85	-46	-49
投资活动产生现金流	-175	-493	-490	-390	-295
净资本支出	-210	-550	-500	-400	-300
长期投资变化	6	6	0	0	0
其他资产变化	29	51	10	10	5
融资活动现金流	116	355	185	-79	-284
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	80	403	216	-52	-278
无息负债变化	116	-74	20	120	110
净现金流	57	55	17	10	111

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	49.2%	52.1%	53.9%	54.5%	54.9%
EBITDA 率	6.4%	6.8%	7.6%	8.9%	9.6%
EBIT 率	5.8%	6.4%	7.2%	8.1%	8.6%
税前净利润率	4.3%	5.6%	6.2%	7.5%	8.3%
归母净利润率	3.8%	4.7%	5.2%	6.3%	7.0%
ROA	6.4%	8.6%	9.1%	11.5%	13.8%
ROE (摊薄)	10.4%	14.8%	15.8%	18.7%	19.9%
经营性 ROIC	14.9%	13.1%	13.1%	15.6%	18.1%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	38%	42%	42%	38%	31%
流动比率	1.97	1.67	1.40	1.45	1.82
速动比率	1.12	0.94	0.81	0.85	1.11
归母权益/有息债务	5.21	2.41	2.16	2.82	5.31
有形资产/有息债务	7.88	3.94	3.58	4.41	7.40

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	2,173	2,745	3,280	3,783	4,193
货币资金	460	440	457	468	578
交易性金融资产	50	39	39	39	39
应收账款	217	280	302	367	372
应收票据	1	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	32	40	45	56	67
存货	696	728	740	780	815
其他流动资产	165	152	158	188	217
流动资产合计	1,620	1,680	1,742	1,898	2,088
其他权益工具	138	105	105	105	105
长期股权投资	6	6	6	6	6
固定资产	104	106	393	650	856
在建工程	174	501	638	689	674
无形资产	72	70	69	67	66
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	58	278	328	368	398
非流动资产合计	553	1,065	1,538	1,884	2,105
总负债	823	1,152	1,388	1,456	1,288
短期借款	260	523	739	687	409
应付账款	245	135	132	203	261
应付票据	108	72	79	94	112
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	210	279	295	328	363
流动负债合计	822	1,008	1,244	1,312	1,145
长期借款	0	129	129	129	129
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	15	15	15	15
非流动负债合计	0	144	144	144	144
股东权益	1,350	1,594	1,892	2,326	2,905
股本	411	412	412	412	412
公积金	652	691	721	764	822
未分配利润	517	750	1,019	1,411	1,932
归属母公司权益	1,353	1,599	1,899	2,334	2,914
少数股东权益	-4	-6	-7	-8	-9

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	38.71%	40.50%	41.60%	41.20%	41.00%
管理费用率	3.27%	3.86%	3.92%	3.88%	3.88%
财务费用率	0.92%	0.72%	0.55%	0.40%	0.08%
研发费用率	1.28%	1.32%	1.38%	1.35%	1.35%
所得税率	13%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.32	0.48	0.78	1.17	1.68
每股净资产	3.29	3.89	4.61	5.67	7.08
每股销售收入	9.04	12.17	13.89	16.71	20.07

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	56	33	26	18	13
PB	5.8	4.9	4.1	3.3	2.7
EV/EBITDA	34.3	24.8	19.7	14.0	10.5
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE