

疫情扰动 Q2 表现，看好下半年业绩改善

2022 年 08 月 15 日

➤ **事件：**公司发布中报业绩，1H22 公司实现营业收入 22.0 亿元/yoy+3.9%，归母净利润 8281.7 万元/yoy-6.9%，经营性现金流量净额为-7077.7 万元/yoy-147.6%；其中单 Q2 实现营收 11.6 亿元/yoy-11.2%，归母净利润 0.4 亿元/-29.4%。

➤ **线上渠道收入及占比维持增长，产品结构持续优化。**1) 分渠道看，线上渠道持续高增，其中自营平台运营良好。①线上渠道 1H22 实现收入 20.0 亿元/yoy+7.9%，占总收入同比提升 3.4pct 至 91.1%。其中，第三方平台实现收入 18.6 亿元/yoy+4.7%，占总收入同比提升 0.7pct 至 84.4%；自营平台实现收入 1.5 亿元/yoy+73.6%，占总收入同比提升 2.7pct 至 6.7%。②线下渠道 1H22 实现收入 2.0 亿元/yoy-24.5%，我们认为主要是受到局部疫情影响，使得供应链及物流受限所致。2) 分品类看，水乳霜膏贡献最多收入，产品结构持续优化。1H22 贴式面膜、非贴式面膜、水乳霜膏实现收入 2.95/1.61/16.41 亿元，同比变化-28.7%/-31.7%/+26.0%，分别占总收入 13.4%/7.4%/74.6%，同比变化-6.1/-6.2/+13.1pct。

➤ **毛利率提升 1.9pct，研发与销售费用率略有提升。**1) 盈利能力方面，1H22 公司毛利率同比提升 1.9pct 至 55.0%，得益于自有品牌与代理业务双增长，自有品牌持续升级，产品结构逐步改善。分品类看，贴式面膜、水乳霜膏毛利率分别为 61.5%/50.2%，同比变化+3.0pct/+6.7pct，均有增长。2) 费率方面，销售费用率同比提升 2.4pct 至 43.2%，系自主品牌集中升级焕新所致；管理费用率同比下降 0.2pct 至 4.5%；财务费用率同比下降 0.4pct 至 0.6%；研发费用率同比提升 0.5pct 至 2.0%，系化妆品新规落地后，推新的研发、测试费用增加所致。

➤ **高中低三档价格带发力，智造基地投产持续赋能。**①品牌矩阵方面，公司收购伊菲丹，自有中高端品牌矩阵空缺得到补全，高中低三档发力，扩大用户覆盖范围，同时带动客单价的提升。②此外，水羊智造工厂 8 月 8 日正式投产，总面积达 160 亩，建筑面积 18 万平方米，目前已与江南大学进行研发合作，实现小分子玻尿酸和依克多因等强功效原料的研发。产能方面，全面投产后将开发面膜、水乳、膏霜等近 50 条生产线，预计产能价值达 40 亿元/年。公司依托水羊智造工厂实现整条产业链一体化，生产加工能力和运营效率进一步提高，“数字化生产+个性化定制”模式带来的差异化竞争优势将逐步凸显，同时规模效应作用下有望带动公司毛利率水平上行。

➤ **投资建议：**公司“四双战略”持续落地，收购高端品牌伊菲丹补齐品牌矩阵在中高端蓝海价格带的空缺，并有望带动利润水平提升，同时公司重视研发投入，进一步夯实长期发展基础。我们预计 22-24 年归母净利润 3.15/4.16/5.25 亿元，yoy 分别为 33.1%/32.3%/26.2%，对应 PE 为 25/19/15x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**供应链管理风险；新锐品牌快速崛起加剧竞争；用户体验下降。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	5010	6289	8084	10125
增长率 (%)	34.9	25.5	28.5	25.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	236	315	416	525
增长率 (%)	68.5	33.1	32.3	26.2
每股收益 (元)	0.57	0.76	1.01	1.28
PE	33	25	19	15
PB	4.9	4.1	3.3	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 12 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

18.95 元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

研究助理 解慧新

执业证书：S0100122080012

电话：15031878378

邮箱：xiehuixin@mszq.com

研究助理 刘彦菁

执业证书：S0100122070036

电话：19521499976

邮箱：liuyanqing@mszq.com

相关研究

1.水羊股份 (300740.SZ) 动态报告：沧海遗珠，莹莹微光渐露-2022/08/02

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5010	6289	8084	10125
营业成本	2402	2956	3719	4556
营业税金及附加	20	28	35	43
销售费用	2029	2584	3355	4252
管理费用	193	252	340	456
研发费用	66	94	137	202
EBIT	303	395	520	644
财务费用	36	28	31	36
资产减值损失	-7	-5	-5	-5
投资收益	12	19	17	26
营业利润	279	371	490	618
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	280	371	490	618
所得税	45	56	74	93
净利润	235	315	417	526
归属于母公司净利润	236	315	416	525
EBITDA	334	457	610	762

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	440	724	1005	1517
应收账款及票据	280	307	400	473
预付款项	120	157	186	233
存货	728	909	1043	1225
其他流动资产	111	110	141	138
流动资产合计	1680	2207	2775	3586
长期股权投资	6	6	6	6
固定资产	106	374	599	790
无形资产	70	69	68	67
非流动资产合计	1065	1265	1452	1622
资产合计	2745	3472	4227	5207
短期借款	523	708	894	1105
应付账款及票据	206	369	427	573
其他流动负债	279	338	427	519
流动负债合计	1008	1415	1747	2197
长期借款	129	129	129	129
其他长期负债	15	15	15	15
非流动负债合计	144	144	144	144
负债合计	1152	1559	1891	2341
股本	412	412	412	412
少数股东权益	-6	-5	-5	-4
股东权益合计	1594	1914	2335	2866
负债和股东权益合计	2745	3472	4227	5207

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	34.86	25.52	28.55	25.25
EBIT 增长率	58.55	30.00	31.71	23.99
净利润增长率	68.54	33.11	32.26	26.18
盈利能力 (%)				
毛利率	52.07	53.00	54.00	55.00
净利润率	4.72	5.00	5.15	5.19
总资产收益率 ROA	8.61	9.06	9.85	10.09
净资产收益率 ROE	14.78	16.40	17.79	18.30
偿债能力				
流动比率	1.67	1.56	1.59	1.63
速动比率	0.79	0.78	0.87	0.95
现金比率	0.44	0.51	0.57	0.69
资产负债率 (%)	41.95	44.89	44.75	44.96
经营效率				
应收账款周转天数	17.85	16.77	15.70	15.50
存货周转天数	106.70	100.00	95.00	90.00
总资产周转率	2.04	2.02	2.10	2.15
每股指标 (元)				
每股收益	0.57	0.76	1.01	1.28
每股净资产	3.89	4.66	5.69	6.97
每股经营现金流	0.48	0.92	0.97	1.50
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	33	25	19	15
PB	4.9	4.1	3.3	2.7
EV/EBITDA	24.07	17.38	12.86	9.90
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	235	315	417	526
折旧和摊销	30	62	90	117
营运资金变动	-82	-27	-145	-65
经营活动现金流	199	378	401	619
资本开支	-550	-263	-278	-288
投资	46	0	0	0
投资活动现金流	-493	-243	-260	-262
股权募资	5	0	0	0
债务募资	391	186	186	211
筹资活动现金流	355	149	140	156
现金净流量	55	284	280	512

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026