

## Q2 业绩短期承压，长期坚定双业务驱动战略

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年半年报, 2022 年上半年实现营业收入 22 亿元, 同比增长 3.9%; 实现归母净利润 8281.7 万元, 同比下降 6.9%; 实现扣非归母净利润 7308 万元, 同比下降 7.1%。Q2 单季度实现营收 11.6 亿元, 同比下降 11.3%; 实现归母净利润 4123.5 万元, 同比下降 29.4%。
- **物流受限致使二季度营收下滑, 上半年整体营收略有增长。** 二季度开始, 多地疫情反复, 境外货品入关、部分地区物流均受到一定限制, 对公司自有品牌和代理品牌销售有所影响。分产品来看, 2022 上半年贴式面膜营收 2.9 亿元, 同比下降 28.7%, 水乳膏霜营收 16.4 亿元, 同比增长 26%; 分渠道来看, 线上自有平台营收 1.5 亿元, 同比增长 73.6%, 线上第三方平台营收 18.6 亿元, 同比增长 4.7%, 其中淘系仍是第一大平台, 营收 8.7 亿元, 但占总营收比重逐渐减少, 同比下降 9.6pp 至 39.4%; 自营平台持续发力, 小程序水羊潮妆会员数新增超 300 万。
- **产品结构调整+迭代升级, 利润短期承压, 长期成长性不变。** 报告期内, 公司持续推进产品结构调整, 贴式面膜占比同比下降 6.1pp 至 13.4%, 盈利能力较优的水乳膏霜占比同比上升 13.1pp 至 74.6%, 带动毛利率同比提升 1.9pp 至 55%。同时公司自主品牌集中迭代升级、推出新品, 费用增加致使销售净利率同比下降 0.5pp 至 3.7%, 销售/管理/研发费用率分别为 43.1%/4.5%/2%, 同比 +2.4pp/-0.2pp/+0.5pp, 报告期内开展了 4 项功效组合研发, 800 道尔顿透明质酸达到量产水平。预期随着产品结构调整持续优化, 同时自主品牌升级焕新逐步完成, 盈利能力将得到改善。
- **坚定双业务驱动战略, 品牌矩阵稳步拓展。** 公司坚定推进自主品牌+代理品牌双业务驱动发展战略, 自主品牌全面升级、代理品牌择优收购。报告期内, 公司收购了法国高端护肤品牌 EBD 公司, EBD 公司 2021 年营收 1972.7 万欧元, 净利润 549.2 万欧元, 全球终端零售额超 5 亿人民币, 此次收购填补了公司在中高端化妆品市场的空缺, 并表后将有助改善公司业绩。公司代理业务整体表现较好, 李施德林、露得清等品牌均占据天猫细分产品销售 TOP1; 另外公司自建研发基地水羊智造基地建成投产, 自研自产将有望帮助公司降本增效, 长期成长动力充足。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 0.86 元、1.21 元、1.65 元, 未来三年归母净利润将保持 42.2% 的复合增长率。考虑到公司长期双业务驱动逻辑不变, 产品升级改善盈利结构, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品升级不及预期、收购公司经营不及预期、国内市场竞争加剧。

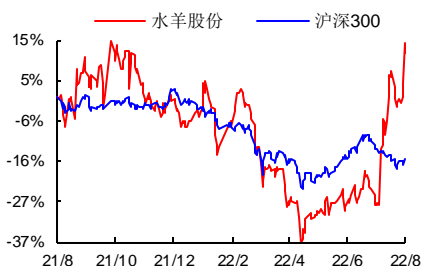
| 指标/年度         | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元)     | 5010.12 | 6202.43 | 7849.59 | 9766.77 |
| 增长率           | 34.86%  | 23.80%  | 26.56%  | 24.42%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 236.42  | 354.27  | 497.03  | 679.87  |
| 增长率           | 68.54%  | 49.85%  | 40.30%  | 36.79%  |
| 每股收益 EPS(元)   | 0.57    | 0.86    | 1.21    | 1.65    |
| 净资产收益率 ROE    | 14.76%  | 18.28%  | 18.02%  | 23.09%  |
| PE            | 33      | 22      | 16      | 11      |
| PB            | 4.88    | 4.03    | 3.30    | 2.65    |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓  
执业证号: S1250518090001  
电话: 023-63786049  
邮箱: gmh@swsc.com.cn  
联系人: 谭陈渝  
电话: 17782333081  
邮箱: tchy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股)      | 4.12        |
| 流通 A 股(亿股)   | 3.78        |
| 52 周内股价区间(元) | 10.61-19.49 |
| 总市值(亿元)      | 78.00       |
| 总资产(亿元)      | 27.54       |
| 每股净资产(元)     | 3.72        |

### 相关研究

1. 水羊股份(300740): 接连收购海外品牌, 资源嫁接实现战略闭环 (2022-07-20)
2. 水羊股份(300740): 双业务驱动营收利润高增, 自有品牌形象升级 (2022-04-29)
3. 水羊股份(300740): 品牌焕新再起航, 御美有方谱新章 (2022-01-13)

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | 现金流量表 (百万元)       | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入          | 5010.12        | 6202.43        | 7849.59        | 9766.77        | 净利润               | 235.24         | 352.51         | 494.55         | 676.48         |
| 营业成本          | 2401.55        | 2843.51        | 3529.36        | 4305.74        | 折旧与摊销             | 19.73          | 15.80          | 15.80          | 15.80          |
| 营业税金及附加       | 19.72          | 26.67          | 33.26          | 41.10          | 财务费用              | 36.21          | 24.81          | 39.25          | 58.60          |
| 销售费用          | 2029.23        | 2543.00        | 3241.88        | 4043.44        | 资产减值损失            | -6.64          | -2.00          | -2.00          | -2.00          |
| 管理费用          | 193.36         | 359.74         | 431.73         | 527.41         | 经营营运资本变动          | -174.24        | 4.49           | -240.69        | -234.61        |
| 财务费用          | 36.21          | 24.81          | 39.25          | 58.60          | 其他                | 89.04          | -7.12          | -18.64         | -5.53          |
| 资产减值损失        | -6.64          | -2.00          | -2.00          | -2.00          | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>199.34</b>  | <b>388.49</b>  | <b>288.28</b>  | <b>508.74</b>  |
| 投资收益          | 11.76          | 12.00          | 12.00          | 12.00          | 资本支出              | -328.53        | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 公允价值变动损益      | 0.00           | -0.37          | -0.44          | -0.34          | 其他                | -164.27        | 11.63          | 11.56          | 11.66          |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-492.79</b> | <b>11.63</b>   | <b>11.56</b>   | <b>11.66</b>   |
| <b>营业利润</b>   | <b>278.73</b>  | <b>418.33</b>  | <b>587.67</b>  | <b>804.14</b>  | 短期借款              | 262.88         | -167.17        | -25.02         | -170.67        |
| 其他非经营损益       | 1.33           | 1.33           | 1.11           | 1.22           | 长期借款              | 129.10         | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>280.06</b>  | <b>419.67</b>  | <b>588.77</b>  | <b>805.36</b>  | 股权融资              | 35.86          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 44.82          | 67.16          | 94.22          | 128.88         | 支付股利              | 0.00           | -47.28         | -70.85         | -99.41         |
| 净利润           | 235.24         | 352.51         | 494.55         | 676.48         | 其他                | -72.96         | -5.84          | -39.25         | -58.60         |
| 少数股东损益        | -1.18          | -1.76          | -2.48          | -3.39          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>354.88</b>  | <b>-220.29</b> | <b>-135.12</b> | <b>-328.67</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 236.42         | 354.27         | 497.03         | 679.87         | <b>现金流量净额</b>     | <b>54.82</b>   | <b>179.82</b>  | <b>164.72</b>  | <b>191.72</b>  |
|               |                |                |                |                |                   |                |                |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | 财务分析指标            | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          |
| 货币资金          | 440.42         | 620.24         | 784.96         | 976.68         | <b>成长能力</b>       |                |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 440.89         | 534.17         | 679.09         | 837.46         | 销售收入增长率           | 34.86%         | 23.80%         | 26.56%         | 24.42%         |
| 存货            | 727.94         | 860.97         | 1080.39        | 1314.37        | 营业利润增长率           | 74.95%         | 50.08%         | 40.48%         | 36.84%         |
| 其他流动资产        | 70.72          | 78.15          | 88.42          | 100.38         | 净利润增长率            | 70.23%         | 49.85%         | 40.30%         | 36.79%         |
| 长期股权投资        | 5.77           | 5.77           | 5.77           | 5.77           | EBITDA 增长率        | 56.05%         | 37.13%         | 40.04%         | 36.69%         |
| 投资性房地产        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>获利能力</b>       |                |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 606.45         | 599.28         | 592.10         | 584.92         | 毛利率               | 52.07%         | 54.15%         | 55.04%         | 55.91%         |
| 无形资产和开发支出     | 70.24          | 62.48          | 54.72          | 46.96          | 三费率               | 45.08%         | 47.20%         | 47.30%         | 47.40%         |
| 其他非流动资产       | 382.97         | 382.11         | 381.24         | 380.38         | 净利率               | 4.70%          | 5.68%          | 6.30%          | 6.93%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>2745.40</b> | <b>3143.17</b> | <b>3666.69</b> | <b>4246.91</b> | ROE               | 14.76%         | 18.28%         | 21.02%         | 23.09%         |
| 短期借款          | 522.88         | 355.70         | 330.69         | 160.02         | ROA               | 8.57%          | 11.22%         | 13.49%         | 15.93%         |
| 应付和预收款项       | 336.95         | 573.84         | 664.63         | 799.92         | ROIC              | 16.65%         | 19.13%         | 24.00%         | 27.90%         |
| 长期借款          | 129.10         | 129.10         | 129.10         | 129.10         | EBITDA/销售收入       | 6.68%          | 7.40%          | 8.19%          | 9.00%          |
| 其他负债          | 162.70         | 155.95         | 189.98         | 228.52         | <b>营运能力</b>       |                |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>1151.63</b> | <b>1214.59</b> | <b>1314.41</b> | <b>1317.55</b> | 总资产周转率            | 2.04           | 2.11           | 2.31           | 2.47           |
| 股本            | 411.54         | 411.54         | 411.54         | 411.54         | 固定资产周转率           | 47.72          | 60.77          | 82.72          | 111.34         |
| 资本公积          | 668.81         | 668.81         | 668.81         | 668.81         | 应收账款周转率           | 20.17          | 19.86          | 20.00          | 19.80          |
| 留存收益          | 771.93         | 1078.92        | 1505.09        | 2085.55        | 存货周转率             | 3.33           | 3.54           | 3.61           | 3.58           |
| 归属母公司股东权益     | 1599.35        | 1935.92        | 2362.10        | 2942.56        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 96.18%         | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | -5.58          | -7.34          | -9.82          | -13.20         | <b>资本结构</b>       |                |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>1593.77</b> | <b>1928.58</b> | <b>2352.28</b> | <b>2929.36</b> | 资产负债率             | 41.95%         | 38.64%         | 35.85%         | 31.02%         |
| 负债和股东权益合计     | 2745.40        | 3143.17        | 3666.69        | 4246.91        | 带息债务/总负债          | 56.61%         | 39.92%         | 34.98%         | 21.94%         |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 1.67           | 1.96           | 2.25           | 2.75           |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 0.94           | 1.15           | 1.33           | 1.63           |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 0.00%          | 13.35%         | 14.26%         | 14.62%         |
| 业绩和估值指标       | 2021A          | 2022E          | 2023E          | 2024E          | <b>每股指标</b>       |                |                |                |                |
| EBITDA        | 334.67         | 458.94         | 642.72         | 878.54         | 每股收益              | 0.57           | 0.86           | 1.21           | 1.65           |
| PE            | 32.99          | 22.02          | 15.69          | 11.47          | 每股净资产             | 3.89           | 4.70           | 5.74           | 7.15           |
| PB            | 4.88           | 4.03           | 3.30           | 2.65           | 每股经营现金            | 0.48           | 0.94           | 0.70           | 1.24           |
| PS            | 1.56           | 1.26           | 0.99           | 0.80           | 每股股利              | 0.00           | 0.11           | 0.17           | 0.24           |
| EV/EBITDA     | 22.73          | 15.80          | 10.98          | 7.62           |                   |                |                |                |                |
| 股息率           | 0.00%          | 0.61%          | 0.91%          | 1.27%          |                   |                |                |                |                |

数据来源: Wind, 西南证券

## 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注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上       |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| 行业评级 | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下       |
|      | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上     |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下     |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务              | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|-----------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理<br>销售总监   | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 崔露文 | 高级销售经理          | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 王昕宇 | 高级销售经理          | 17751018376  | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn   |
|    | 薛世宇 | 销售经理            | 18502146429  | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn      |
|    | 张玉梅 | 销售经理            | 18957157330  | 18957157330 | zmyf@swsc.com.cn     |
| 北京 | 李杨  | 销售总监            | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售副总监           | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 杜小双 | 高级销售经理          | 18810922935  | 18810922935 | dxsyf@swsc.com.cn    |
|    | 来趣儿 | 销售经理            | 15609289380  | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn      |
|    | 王宇飞 | 销售经理            | 18500981866  | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
| 广深 | 郑龔  | 广州销售负责人<br>销售经理 | 18825189744  | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 陈慧玲 | 销售经理            | 18500709330  | 18500709330 | chl@swsc.com.cn      |
|    | 杨新意 | 销售经理            | 17628609919  | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn      |
|    | 张文锋 | 销售经理            | 13642639789  | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn      |
|    | 陈韵然 | 销售经理            | 18208801355  | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn    |