

# 水羊股份 (300740)

证券研究报告

2022年08月15日

22H1 归母净利润 yoy-6.88%，疫情影响+品牌升级增加费用阶段性承压，坚持长期战略关注边际改善

## 事件

公司发布 2022 半年报，2022H1 实现营收 22.01 亿元，yoy+3.89%；归母净利润 0.83 亿元，yoy-6.88%，归母净利率 3.76%，同减 0.44pct；扣非后归母净利润 0.73 亿元，yoy-7.13%。2022Q2 营业收入 11.56 亿元，yoy-11.22%，主因多地散发疫情，部分区域物流+供应链受限影响产品销售；归母净利润 0.41 亿元，yoy-29.38%，归母净利率 3.57%，同减 0.92pct，主因销售+研发费用率有所提高；扣非后归母净利润 0.40 亿元，yoy-26.55%。

## 点评

**营收端：**线上自有平台高增，线下疫情下承压：2022H1①线上渠道营收 20.04 亿元，yoy+7.87%，营收占比 91.06%，同增 3.37pct；其中第三方、自有平台分别实现营收 18.58/1.47 亿元，yoy+4.74%/+73.58%，营收占比 84.4%/6.66%，分别同增 0.69pct/2.68pct，其中淘系实现营收 8.66 亿元，yoy-16.49%，营收占比占比 39.35%，同降 9.61pct；②线下渠道实现营收 1.97 亿元，yoy-24.5%。

**成本端：**毛利率持续优化：2022H1 毛利率同增 1.86pct 至 55.00%，主因产品结构升级效果逐步显现，贴片式面膜和水乳霜膏毛利率同增 3.00pct/6.73pct，水乳霜膏营收占比同增 13.10pct 至 74.56%；分季度看 21Q4-22Q2 毛利率分别为 46.83%/54.26%/55.66%逐季提升，22Q2 同增 1.77pct。

**费用端：**研发费率同比增加：2022H1 研发费用同增 40.40%，研发费用率同增 0.51pct，其中 Q2 研发费用率同增 1.06pct 至 2.11%。公司逐步加大研发投入力度，预计公司将持续推进原料&配方研发、研发团队和产学研建设，现有研发团队 300 人+。销售费率同比增加：2022H1 销售费用率同增 2.43pct 至 43.09%，其中 Q2 销售费用率同增 1.95pct 至 42.86%，预计因公司自主品牌集中升级焕新，品牌运营人员增加并加大品牌升级及新品推广费用投入。总体费用率有所上升，疫情下现金流有所承压：2022H1 期间费用率 50.16%，同增 2.30pct，管理费用率 4.48%，同减 0.24pct；财务费用率 0.63%；分季度看，2022Q2 期间费用率 50.22%，同增 2.42pct，管理费用率 4.63%，同减 0.24pct；财务费用率 0.63%。

**投资建议：**未来，在中国美妆高速发展集团化的十年中公司将持续朝着业务国际化、品类多元化方向努力，坚持双四战略，坚持集团化发展道路。在自有品牌持续优化的同时，代理业务也多点开花跑通模式，赋能自有品牌，逐步实现营收净利双高增目标，以科技赋能美丽，实现长远发展。预计 22/23 年净利润为 3.41/5.10 亿元，维持“买入”评级。

**风险提示：**疫情反复导致业绩不及预期；新品牌拓展不及预期；代理品牌解约风险；新锐品牌快速崛起加速竞争；商誉减值风险；公司经营管理和业务整合协同的风险。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,715.04	5,010.12	6,844.50	8,764.69	10,723.47
增长率(%)	54.02	34.86	36.61	28.05	22.35
EBITDA(百万元)	274.42	400.14	427.23	629.58	980.58
归属母公司净利润(百万元)	140.27	236.42	341.32	510.22	807.86
增长率(%)	415.28	68.54	44.37	49.48	58.34
EPS(元/股)	0.34	0.57	0.83	1.24	1.96
市盈率(P/E)	51.32	30.45	21.09	14.11	8.91
市净率(P/B)	5.32	4.50	3.67	2.92	2.20
市销率(P/S)	1.94	1.44	1.05	0.82	0.67
EV/EBITDA	25.47	15.83	16.66	9.90	6.45

资料来源：wind，天风证券研究所

## 投资评级

行业	美容护理/化妆品
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	18.95 元
目标价格	元

## 基本数据

A 股总股本(百万股)	411.63
流通 A 股股本(百万股)	378.24
A 股总市值(百万元)	7,800.44
流通 A 股市值(百万元)	7,167.70
每股净资产(元)	4.12
资产负债率(%)	49.63
一年内最高/最低(元)	20.02/10.47

## 作者

**刘章明** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

## 股价走势



资料来源：聚源数据

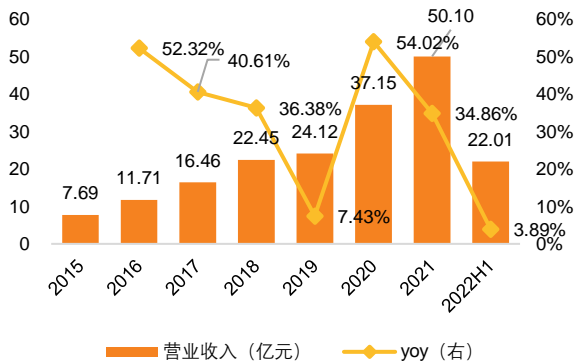
## 相关报告

- 《水羊股份-公司点评:拟收购法国高奢品牌伊菲丹切入高端护肤市场，助力国际化&集团化布局》 2022-07-18
- 《水羊股份-年报点评报告:2021 归母净利润 yoy+68.54%，双科技赋能+双业务驱动+双平台战略推动业务高增》 2022-04-29
- 《水羊股份-公司点评:21 年业绩预告超预期，双业务驱动多渠道均衡发展营运质量持续改善，低估值高成长!》 2022-01-13

## 1. 事件

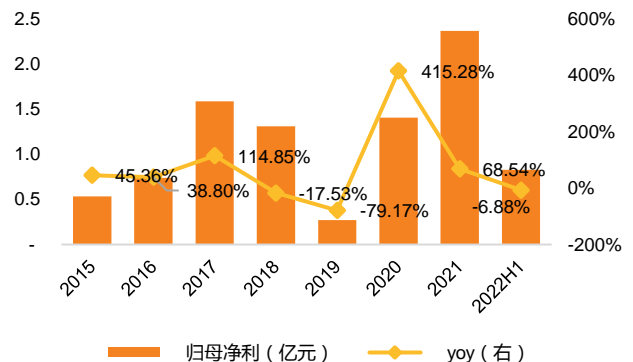
公司发布 2022 半年报，2022H1 实现营收 22.01 亿元，yoy+3.89%；归母净利 0.83 亿元，yoy-6.88%，归母净利率 3.76%，同减 0.44pct；扣非后归母净利 0.73 亿元，yoy-7.13%。2022Q2 营业收入 11.56 亿元，yoy-11.22%，主因多地散发疫情，部分区域物流+供应链受限影响产品销售；归母净利润 0.41 亿元，yoy-29.38%，归母净利率 3.57%，同减 0.92pct，主因销售+研发费用率有所提高；扣非后归母净利 0.40 亿元，yoy-26.55%。

图 1：2022H1 营收同比增长 3.89%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2022H1 归母净利同比降低 6.88%



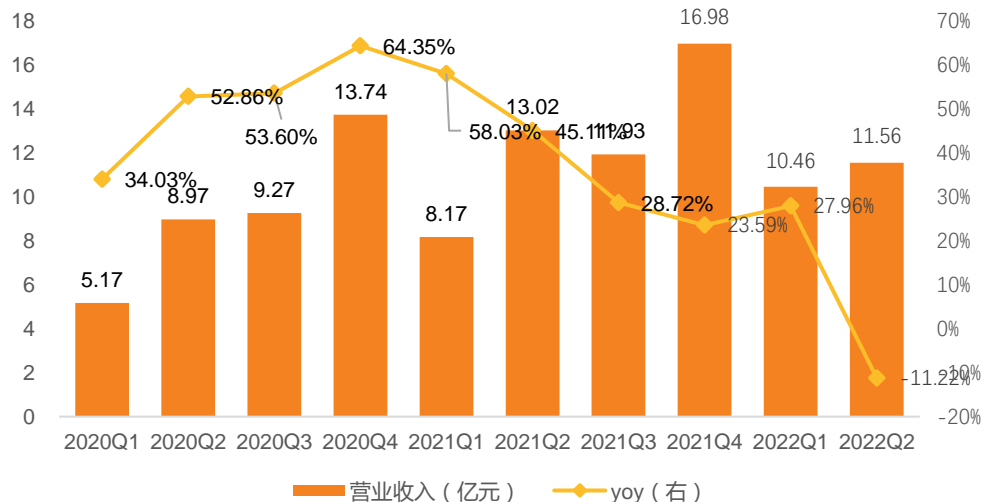
资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 点评

### 2.1. 营收端

**线上自有平台高增，线下疫情下承压：**2022H1①线上渠道营收 20.04 亿元，yoy+7.87%，营收占比 91.06%，同增 3.37pct；其中第三方、自有平台分别实现营收 18.58/1.47 亿元，yoy+4.74%/+73.58%，营收占比 84.4%/6.66%，分别同增 0.69pct/2.68pct，其中淘系实现营收 8.66 亿元，yoy-16.49%，营收占比占比 39.35%，同降 9.61pct；②线下渠道实现营收 1.97 亿元，yoy-24.5%。

图 3：2022Q2 营收同比降低 11.22%

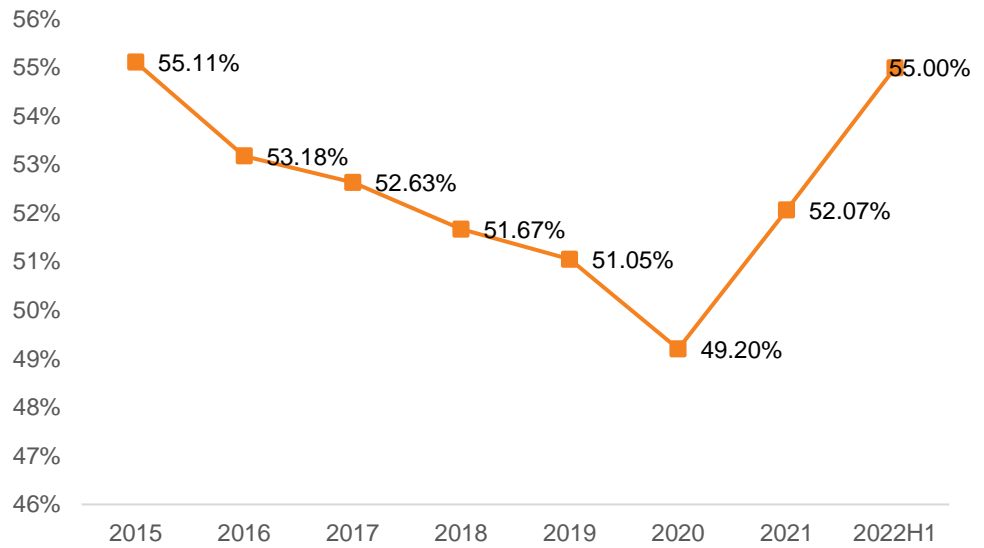


资料来源：Wind，天风证券研究所

### 2.2. 成本端

**毛利率持续优化:**2022H1 毛利率同增 1.86pct 至 55.00%，主因产品结构升级效果逐步显现，贴片式面膜和水乳霜膏毛利率同增 3.00pct/6.73pct，水乳霜膏占比同增 13.10pct 至 74.56%；分季度看 21Q4-22Q2 毛利率分别为 46.83%/54.26%/55.66%逐季提升，22Q2 同增 1.77pct。

图 4: 2022H1 毛利率为 55.00%



资料来源: Wind, 天风证券研究所

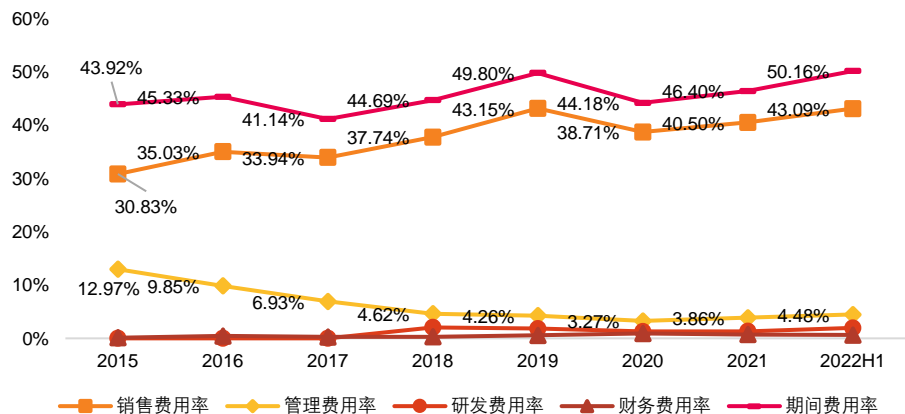
### 2.3. 费用端

**研发费率同比增加:** 2022H1 研发费用同增 40.40%，研发费用率同增 0.51pct，其中 Q2 研发费用率同增 1.06pct 至 2.11%。公司逐步加大研发投入力度，预计公司将持续推进原料&配方研发、研发团队和产学研建设。

**销售费率同比增加:** 2022H1 销售费用率同增 2.43pct 至 43.09%，其中 Q2 销售费用率同增 1.95pct 至 42.86%，预计因公司自主品牌集中升级焕新，品牌运营人员增加并加大品牌升级及新品推广费用投入。

**总体费用率有所上升, 疫情下现金流有所承压:** 2022H1 期间费用率 50.16%，同增 2.30pct，管理费用率 4.48%，同减 0.24pct；财务费用率 0.63%；分季度看，2022Q2 期间费用率 50.22%，同增 2.42pct，管理费用率 4.63%，同减 0.24pct；财务费用率 0.63%。

图 5: 2022H1 期间费用率为 50.16%

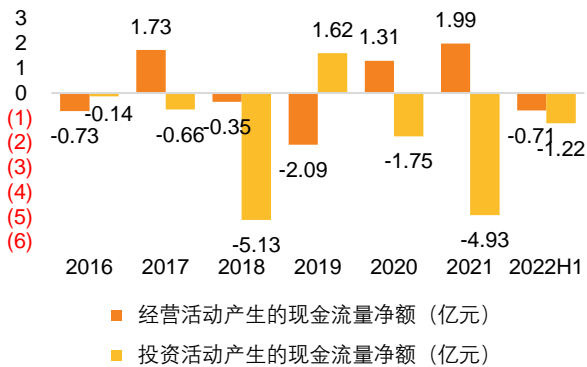


资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 2.4. 现金流

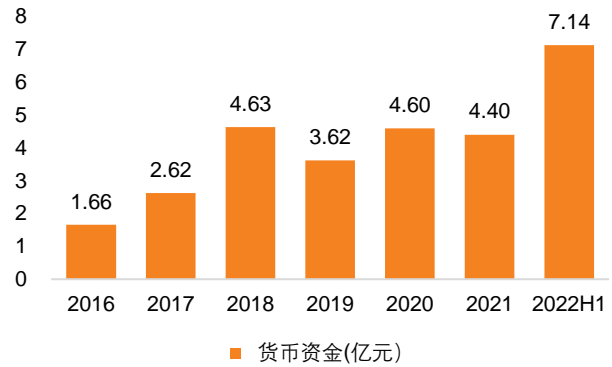
现金流方面，2022H1 公司经营活动产生的现金流量净额-0.71 亿元，预计系疫情下拉长付款周期+存货储备增加占用资金较大所致，投资活动产生的现金流金额-1.22 亿元。货币资金截至 2022H1 为 7.14 亿元，yoy+76.94%。

图 8：2022H1 经营活动产生的现金流净额-0.71 亿元



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：2022H1 货币资金 7.14 亿元



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.5. 双业务驱动

### 自有&代理双业务进入正循环发展阶段：

1) 自主品牌全面升级：主品牌御泥坊微 800 等新品发力提升客单价，逐步推出“春江花月夜”全新产品体系焕新品牌形象，新锐品牌大水滴、小迷糊等加速品牌焕新，卓有成效稳步放量；

2) 代理品牌进入新阶段：上半年与强生合作进入良性发展轨道，美斯蒂克中国区营收同增 1300%+，KIKO 取得逆势增长；公司 7 月收购法国高奢品牌伊菲丹和 PA 中国业务，目前暂未并表，一方面助力补充自有品牌矩阵，从海外研发、品牌运营和中高端渠道布局等多维赋能自有业务，另一方面验证公司逐步从渠道驱动向品牌驱动模式转变。

水羊智造工厂一期已于近期正式投产，数字化生产+个性化性质彰显智能化特征，长期来看有望提高产品生产灵活度+增厚自身利润水平。

## 3. 投资建议

**投资建议：**未来，在中国美妆高速发展集团化的十年中公司将持续朝着业务国际化、品类多元化方向努力，坚持四双战略，坚持集团化发展道路。在自有品牌持续优化的同时，代理业务也多点开花跑通模式，赋能自有品牌，逐步实现营收净利双高增目标，以科技赋能美丽，实现长远发展。预计 22/23 年净利润为 3.41/5.10 亿元，维持“买入”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	459.85	440.42	547.56	701.18	857.88
应收票据及应收账款	217.28	280.07	358.35	169.54	245.33
预付账款	87.77	120.47	177.07	168.91	238.63
存货	695.61	727.94	1,878.60	944.43	2,692.69
其他	159.34	111.07	189.46	170.67	196.30
<b>流动资产合计</b>	<b>1,619.85</b>	<b>1,679.97</b>	<b>3,151.04</b>	<b>2,154.72</b>	<b>4,230.82</b>
长期股权投资	6.25	5.77	5.77	5.77	5.77
固定资产	104.34	105.66	92.97	80.29	67.61
在建工程	174.24	500.79	500.79	500.79	500.79
无形资产	71.72	70.24	67.39	64.55	61.70
其他	196.11	382.97	242.50	266.82	292.38
<b>非流动资产合计</b>	<b>552.66</b>	<b>1,065.43</b>	<b>909.43</b>	<b>918.22</b>	<b>928.25</b>
<b>资产总计</b>	<b>2,172.51</b>	<b>2,745.40</b>	<b>4,060.47</b>	<b>3,072.95</b>	<b>5,159.07</b>
短期借款	260.00	522.88	637.85	17.66	245.96
应付票据及应付账款	352.50	206.04	1,011.97	253.14	1,170.96
其他	198.80	260.71	303.07	293.09	384.71
<b>流动负债合计</b>	<b>811.30</b>	<b>989.63</b>	<b>1,952.88</b>	<b>563.89</b>	<b>1,801.64</b>
长期借款	0.00	129.10	156.70	60.00	115.97
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.45	14.82	5.59	6.95	9.12
<b>非流动负债合计</b>	<b>0.45</b>	<b>143.92</b>	<b>162.29</b>	<b>66.95</b>	<b>125.09</b>
<b>负债合计</b>	<b>822.72</b>	<b>1,151.63</b>	<b>2,115.17</b>	<b>630.84</b>	<b>1,926.73</b>
少数股东权益	(3.52)	(5.58)	(15.87)	(24.43)	(38.49)
股本	411.06	411.54	411.63	411.63	411.63
资本公积	633.42	668.81	668.81	668.81	668.81
留存收益	535.51	771.93	1,113.25	1,623.47	2,431.33
其他	(226.69)	(252.92)	(232.51)	(237.37)	(240.94)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,349.79</b>	<b>1,593.77</b>	<b>1,945.30</b>	<b>2,442.11</b>	<b>3,232.34</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2,172.51</b>	<b>2,745.40</b>	<b>4,060.47</b>	<b>3,072.95</b>	<b>5,159.07</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	138.19	235.24	341.32	510.22	807.86
折旧摊销	20.99	19.73	15.53	15.53	15.53
财务费用	23.11	24.08	19.54	10.05	2.60
投资损失	(3.79)	(11.76)	(5.00)	(8.00)	(8.00)
营运资金变动	45.66	(270.26)	(361.82)	337.58	(933.17)
其它	(93.55)	202.31	26.06	(28.57)	(12.84)
<b>经营活动现金流</b>	<b>130.60</b>	<b>199.34</b>	<b>35.62</b>	<b>836.81</b>	<b>(128.02)</b>
资本支出	184.49	327.02	9.23	(1.36)	(2.17)
长期投资	6.25	(0.48)	0.00	0.00	0.00
其他	(365.26)	(819.33)	(75.70)	49.79	7.04
<b>投资活动现金流</b>	<b>(174.51)</b>	<b>(492.79)</b>	<b>(66.47)</b>	<b>48.43</b>	<b>4.87</b>
债权融资	45.42	366.37	117.48	(726.77)	283.42
股权融资	(5.24)	9.63	20.50	(4.86)	(3.56)
其他	75.74	(21.12)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>115.92</b>	<b>354.88</b>	<b>137.98</b>	<b>(731.63)</b>	<b>279.85</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>72.01</b>	<b>61.43</b>	<b>107.14</b>	<b>153.62</b>	<b>156.70</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>3,715.04</b>	<b>5,010.12</b>	<b>6,844.50</b>	<b>8,764.69</b>	<b>10,723.47</b>
营业成本	1,887.11	2,401.55	3,182.69	3,900.29	4,546.75
营业税金及附加	17.27	19.72	31.48	40.32	49.33
销售费用	1,438.09	2,029.23	2,798.03	3,679.42	4,598.22
管理费用	121.65	193.36	346.29	347.08	343.15
研发费用	47.56	65.97	110.65	166.53	225.19
财务费用	34.16	36.21	19.54	10.05	2.60
资产/信用减值损失	(15.20)	(11.13)	5.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	(1.54)	0.00	36.35	(20.01)	1.22
投资净收益	3.79	11.76	5.00	8.00	8.00
其他	22.82	(15.28)	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>159.32</b>	<b>278.73</b>	<b>402.16</b>	<b>614.00</b>	<b>972.45</b>
营业外收入	1.57	1.79	2.00	2.00	2.00
营业外支出	1.59	0.46	0.46	0.46	0.46
<b>利润总额</b>	<b>159.30</b>	<b>280.06</b>	<b>403.70</b>	<b>615.54</b>	<b>973.99</b>
所得税	21.11	44.82	72.67	113.87	180.19
<b>净利润</b>	<b>138.19</b>	<b>235.24</b>	<b>331.03</b>	<b>501.66</b>	<b>793.80</b>
少数股东损益	(2.08)	(1.18)	(10.29)	(8.56)	(14.06)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>140.27</b>	<b>236.42</b>	<b>341.32</b>	<b>510.22</b>	<b>807.86</b>
每股收益(元)	0.34	0.57	0.83	1.24	1.96

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	54.02%	34.86%	36.61%	28.05%	22.35%
营业利润	751.56%	74.95%	44.28%	52.68%	58.38%
归属于母公司净利润	415.28%	68.54%	44.37%	49.48%	58.34%
<b>获利能力</b>					
毛利率	49.20%	52.07%	53.50%	55.50%	57.60%
净利率	3.78%	4.72%	4.99%	5.82%	7.53%
ROE	10.37%	14.78%	17.40%	20.69%	24.70%
ROIC	22.94%	29.28%	24.81%	27.06%	52.91%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	37.87%	41.95%	52.09%	20.53%	37.35%
净负债率	-14.81%	13.94%	12.96%	-25.32%	-15.13%
流动比率	1.97	1.67	1.61	3.82	2.35
速动比率	1.12	0.94	0.65	2.15	0.85
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	22.18	20.15	21.44	33.21	51.70
存货周转率	5.18	7.04	5.25	6.21	5.90
总资产周转率	1.85	2.04	2.01	2.46	2.61
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.34	0.57	0.83	1.24	1.96
每股经营现金流	0.32	0.48	0.09	2.03	-0.31
每股净资产	3.29	3.89	4.76	5.99	7.95
<b>估值比率</b>					
市盈率	51.32	30.45	21.09	14.11	8.91
市净率	5.32	4.50	3.67	2.92	2.20
EV/EBITDA	25.47	15.83	16.66	9.90	6.45
EV/EBIT	26.72	16.47	17.29	10.15	6.55

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com