



# 水羊股份（300740）：疫情及品牌升级影响下短期业绩承压，双轮驱动闭环跑通打造业务新亮点

**事件：**水羊股份发布2022年中报，公司上半年实现营业收入22.01亿元，同比+3.89%；实现归母净利润0.83亿元，同比-6.88%。其中Q2实现营收亿元，同比-11.2%，实现归母净利润亿元，同比-29.38%。

**疫情扰动叠加品牌升级换代影响，公司上半年营收增速放缓。**分业务来看，疫情影响跨境渠道，代理业务受到一定冲击同比增速放缓；国内部分地区的供应链及物流受限的情况下，叠加公司上半年积极推进自有品牌迭代升级，短期影响销售表现，自有品牌表现较弱。分渠道来看，上半年线上渠道收入同比+7.9%，占比提升3.4pct.至91.1%，其中自有平台同比+73.6%为主要拉动，第三方平台同比+4.7%，基本稳定。受疫情影响线下渠道同比-24.5%。

**产品结构优化拉动毛利率提升，但品牌升级带来费用投放增加影响利润表现。**代理业务的快速发展和自有品牌的升级迭代使得水乳膏霜品类占比同比+13.09pct.至74.56%，品类毛利率同比+6.73pct.至50.23%，由此带来销售毛利率同比+1.87pct.至55%。未来自有品牌升级不断推进将带动产品价格带提升，毛利率有望进一步增加。但自有品牌新品的推出和品牌形象的重新打造带来销售、管理和研发费用率分别同比+2.43%、+0.27和0.5pct.，整体费用投放增多，带来公司上半年整体业绩承压，利润率同比-0.45pct.至3.73%。随着品牌升级动作完成，下半年费用投放有望得到控制，公司净利率有望企稳回升恢复到正常水平。

**上半年自有品牌升级换代基本完成，短期销售欠佳，但增长潜力有望不断释放。**主品牌御泥坊于422品牌日“春（清洁防晒）-江（补水）-花（提亮）-月（美白）-夜（修复）”产品体系全新亮相，从基础护肤向强功效迈进。新锐品牌大水滴于去年最先完成升级，目前月销售额约3000万，为品牌历史最好表现；子品牌小迷糊全面焕新，精准定位年轻消费人群；男士护肤品牌全面升级并更名为“御”，全新上线“一键清爽套装”。截至目前，公司主品牌和多个子品牌的升级换代动作已基本完成，随着具有更精准定位和更强功效的新品持续推出，增长潜力有望不断释放，或将拉动营收和毛利率的双高增。

**持续推进自主+代理双业务驱动战略，CP业务闭环跑通完善自有版图。**强生系的运营已较为成熟，旗下的城野医生、露得清、李施德林等经典大单品的市场地位持续巩固；非强生系方面，KIKO在渠道受阻的情况下营收逆势增长，美斯蒂克中国区品牌营收同比+超1300%。7月公司以3.35亿元实现了对伊菲丹母公司的收购，一方面填补了公司在高端护肤市场的空白，增厚公司利润；一方面有助于加强海外高端渠道拓展并完善海外供应链。公司的品牌代理能力持续得到市场验证，从代理业务到收购为自有品牌链路闭环打通，未来或有更多国际品牌纳入到公司的自有品牌矩阵版图，打造新业务亮点。

**持续推进研发建设和数字化建设，研发赋能未来可期。**22年8月8日水羊制造基地一期正式投产，共有50条生产线，年产值约40亿元，待研发楼建成投产后将成为我国最大的美妆研发基地。研发赋能产品方面，22年上半年研发费用投入4300万，已形成超300人的研发团队，预计年底将达到500人，公司研发与生产能力的增强将为品牌升级和产品开发赋能。数字赋能组织方面，公司搭建了较完善的供应链体系，可节约70%人力，实现了业务开展、

2022年8月15日

推荐/维持

水羊股份

公司报告

## 公司简介：

水羊股份主要从事化妆品的研发、生产与销售，产品品牌主要包括“御泥坊”、“小迷糊”、“御MEN”、“大水滴”、“花瑶花”、“PH”等，同时开拓了海外品牌代理业务，产品品类覆盖面膜、水乳膏霜、彩妆、个护清洁等化妆品领域。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 交易数据

52周股价区间（元）	19.49-10.61
总市值（亿元）	78.0
流通市值（亿元）	71.67
总股本/流通A股（万股）	41,163/41,163
流通B股/H股（万股）	-/-
52周日均换手率	3.87

## 52周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

## 研究助理：魏宇萌

010-66555446

weiym@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070031

## 研究助理：刘雪晴

010-665554026

liuxq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120080007

管理决策的效率和能力的提高。高研发投入将为新品研发和品牌升级提供技术支持，数字化建设将带动全渠道运营能力进一步提升。

**盈利预测：**受疫情及品牌升级换代影响，公司短期业绩承压，但随着自有品牌升级换代已基本完成，有望不断释放增长潜力；代理业务良性发展，CP 业务闭环跑通完善自有版图打造业务新亮点。考虑到上半年公司业绩表现较弱，调减公司 22-24 年归母净利润至 2.92、4.62 和 6.76 亿元，EPS 为 0.71、1.12 元和 1.64 元，对应 PE 为 27、17 和 12 倍。维持“推荐”评级。

**风险提示：**市场竞争加剧，品牌升级迭代效果不及预期。

## 财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	3,715.04	5,010.12	6,113.04	7,977.08	9,875.90
增长率 (%)	54.02%	34.86%	22.01%	30.49%	23.80%
归母净利润 (百万元)	140.27	236.42	291.99	462.18	675.78
增长率 (%)	415.28%	68.54%	23.50%	58.29%	46.22%
净资产收益率 (%)	10.37%	14.78%	15.47%	23.04%	30.79%
每股收益(元)	0.37	0.62	0.71	1.12	1.64
PE	51.22	30.56	26.68	16.85	11.53
PB	5.76	4.88	4.13	3.88	3.55

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



## 附表：公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E			
<b>流动资产合计</b>	1620	1680	2064	2599	3195	<b>营业收入</b>	3715	5010	6113	7977	9876			
货币资金	460	440	537	701	868	<b>营业成本</b>	1887	2402	2790	3651	4440			
应收账款	217	280	349	451	561	营业税金及附加	17	20	26	34	42			
其他应收款	32	40	49	64	80	营业费用	1438	2029	2629	3350	4098			
预付款项	88	120	120	145	160	管理费用	122	193	245	303	375			
存货	696	728	937	1166	1455	财务费用	34	36	30	34	52			
其他流动资产	77	31	31	31	31	研发费用	48	66	76	87	100			
<b>非流动资产合计</b>	553	1065	906	892	880	<b>资产减值损失</b>	-8.46	-6.64	-7.55	-7.10	-7.33			
长期股权投资	6	6	6	6	6	公允价值变动收益	-1.54	0.00	0.00	0.00	0.00			
固定资产	104	106	97	89	80	投资净收益	3.79	11.76	0.00	0.00	0.00			
无形资产	72	70	69	67	66	加: 其他收益	3.26	14.32	14.32	14.32	14.32			
其他非流动资产	7	190	0	0	0	<b>营业利润</b>	159	279	339	538	789			
<b>资产总计</b>	2173	2745	2970	3490	4075	<b>营业外收入</b>	1.57	1.79	0.00	0.00	0.00			
<b>流动负债合计</b>	822	1008	947	1350	1750	<b>营业外支出</b>	1.59	0.46	0.00	0.00	0.00			
短期借款	260	523	338	703	980	<b>利润总额</b>	159	280	339	538	789			
应付账款	245	135	255	268	366	所得税	21	45	50	79	115			
预收款项	0	0	0	0	0	<b>净利润</b>	138	235	289	460	673			
一年内到期的非流动负债	0	11	11	11	11	少数股东损益	-2	-1	-3	-3	-3			
<b>非流动负债合计</b>	0	144	130	130	130	归属母公司净利润	140	236	292	462	676			
长期借款	0	129	129	129	129	<b>主要财务比率</b>								
应付债券	0	0	0	0	0	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E				
<b>负债合计</b>	823	1152	1078	1481	1880	<b>成长能力</b>								
少数股东权益	-4	-6	-8	-11	-13	营业收入增长	54.02%	34.86%	22.01%	30.49%	23.80%			
实收资本 (或股本)	411	412	411	411	411	营业利润增长	751.56	74.95%	21.65%	58.79%	46.47%			
资本公积	633	669	669	669	669	归属于母公司净利润增长	415.28	68.54%	23.50%	58.29%	46.22%			
未分配利润	517	750	841	984	1194	<b>盈利能力</b>								
归属母公司股东权益合计	1353	1599	1887	2006	2195	毛利率 (%)	49.20%	52.07%	54.35%	54.23%	55.04%			
<b>负债和所有者权益</b>	2173	2745	2957	3477	4061	净利率 (%)	3.72%	4.70%	4.74%	5.76%	6.82%			
<b>现金流量表</b>					<b>单位:百万元</b>	<b>总资产净利润 (%)</b>	6.46%	8.61%	9.83%	13.24%	16.58%			
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE (%)	10.37%	14.78%	15.47%	23.04%	30.79%			
<b>经营活动现金流</b>	131	199	162	180	433	<b>偿债能力</b>								
净利润	138	235	289	460	673	资产负债率 (%)	38%	42%	36%	43%	46%			
折旧摊销	13.37	14.08	9.86	8.45	8.45	流动比率	1.97	1.67	2.18	1.92	1.83			
财务费用	34	36	30	34	52	速动比率	1.12	0.94	1.19	1.06	0.99			
应收账款减少	0	0	-69	-102	-110	<b>营运能力</b>								
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.85	2.04	2.14	2.48	2.62			
<b>投资活动现金流</b>	-175	-493	125	-33	-33	应收账款周转率	22	20	19	20	20			
公允价值变动收益	-2	0	0	0	0	应付账款周转率	16.48	26.43	31.35	30.49	31.15			
长期投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标 (元)</b>								
投资收益	4	12	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.37	0.62	0.71	1.12	1.64			
<b>筹资活动现金流</b>	116	355	-190	17	-233	每股净现金流(最新摊薄)	0.18	0.15	0.24	0.40	0.41			
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.29	3.89	4.59	4.88	5.34			
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>								
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	51.22	30.56	26.68	16.85	11.53			
资本公积增加	4	35	0	0	0	P/B	5.76	4.88	4.13	3.88	3.55			
<b>现金净增加额</b>	72	61	97	164	167	EV/EBITDA	27.45	20.16	20.40	13.62	9.46			

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	水羊股份 (300740) : 多品类、多品牌、全渠道协同助力业务高速发展	2022-05-02
公司普通报告	水羊股份 (300740) : 双业务驱动战略持续推进, 业绩高质量增长	2021-08-30
行业深度报告	基础化工行业: 行业高景气有望持续, 竞争格局将进入新阶段	2022-05-19
行业普通报告	农药产业“十四五”规划出炉, 引导行业高质量发展	2022-02-23

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

## 研究助理简介

### 魏宇萌

中国人民大学经济学学士，金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责化妆品、免税、电商、传统零售、珠宝等研究方向。

### 刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020年8月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责旅游酒店、餐饮、教育人服、本地生活、医美等研究方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数):

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层  
邮编：100033  
电话：010-66554070  
传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层  
邮编：200082  
电话：021-25102800  
传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F  
邮编：518038  
电话：0755-83239601  
传真：0755-23824526