

➤ **事件：**公司发布第三季度业绩报告，3Q22 公司实现营业收入 11.41 亿元/yoy-4.38%，归母净利润 3616 万元/yoy-37.37%，扣非归母净利润 3664 万元/yoy-34.25%，经营性现金流量净额为-15821.8 万元/yoy-236.4%；前三季度实现营业收入 33.43 亿元/yoy+0.91%，归母净利润 1.19 亿元/yoy-18.88%。

➤ **抖音渠道 GMV 高增，天猫渠道增长承压。**3Q22 公司实现营收 11.41 亿元/yoy-4.38%，前三季度营收 33.43 亿元/yoy+0.91%，分渠道看，①根据魔镜数据，天猫旗舰店渠道：3Q22 御泥坊品牌 GMV3433 万元/yoy-72.49%，小迷糊品牌 GMV1147 万元/yoy-77.79%，阿芙品牌 GMV3261 万元/yoy-44.56%，大水滴品牌 2641 万元/yoy+584.68%，KIKO 品牌 GMV2274 万元/yoy-16.99%，伊菲丹品牌 GMV980 万元/yoy-38.44%，4 个自有品牌合计 GMV1.05 亿元/yoy-56.16%；②根据飞瓜数据，抖音渠道：3Q22 御泥坊品牌 GMV0.71~0.96 亿元/yoy-10.79%~+20.81%，小迷糊品牌 GMV0.06~0.08 亿元/yoy-72.04%~-61.99%，阿芙品牌 GMV0.22~0.65 亿元/yoy+193.81%~261.88%，KIKO 品牌 GMV0.14~0.31 亿元/yoy+115.31%~129.21%，大水滴品牌 GMV0.18~0.33 亿元/yoy+2536.48%~4696.48%，4 个品牌合计 GMV1.59~2.16 亿元/yoy+30.76%~77.58%。

➤ **增加原料、产品研发储备，3Q22 研发费用率提升 1.08pct 至 2.55%。**1) 毛利率方面，3Q22 公司实现毛利率 55.61%，同比-2.00pct，前三季度实现毛利率 55.2%，同比-0.46pct，保持稳定。2) 费用率方面，3Q22 销售费用率 44.42%，同比+0.11pct，前三季度销售费用率为 43.54%，同比+1.49pct，主要系公司加强线上电商渠道的建设，增加了宣传推广投入所致；3Q22 管理费用率为 4.83%，同比-0.75pct，前三季度管理费用率为 4.60%，同比-0.43pct；3Q22 研发费用率 2.55%，同比+1.08pct，前三季度研发费用率为 2.16%，同比+0.71pct，系原料研发、科技创新、产品赋能和人才培养等方面大额资金投入。

➤ **科技赋能持续加大研发投入，打造硬核科研团队。**公司聘请陈坚院士为首席科学家，成为中国首家聘请院士作为首席科学家的美妆企业。同时，“深耕”小分子透明质酸领域，发布了独占 11 项专利技术的全球最小分子透明质酸技术，切入合成生物赛道，侧重从护肤应用落地上加大力度细分领域研发。目前两种质酸原料量产技术成熟，已开始实施规模化生产，可快速供应到水羊股份旗下相关品牌中，业绩有望大幅改善。

➤ **投资建议：**品牌矩阵优化，7 月 18 日，公司拟以 4,950 万欧元收购伊菲丹品牌 90.05% 的股权以及 500 万欧元的债权，有望助推非贴式面膜业务发展；多业务布局战略：公司带领布局合成生物赛道，与行业龙头互补共生共赢，利润水平有望提升。我们预计 22-24 年归母净利润 2.44/3.09/4.54 亿元，yoy 分别为 3.0%/27.0%/46.7%，对应 PE 为 20/15/10x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**供应链管理风险；行业竞争激烈；用户体验下降；募投项目组织实施和效果不及预期的风险。

### 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	6170	7824	9764
增长率 (%)	34.9	23.1	26.8	24.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	236	244	309	454
增长率 (%)	68.5	3.0	27.0	46.7
每股收益 (元)	0.61	0.63	0.80	1.17
PE	20	20	15	10
PB	3.0	2.6	2.2	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 10 月 26 日收盘价）

## 推荐

**维持评级**
**当前价格：**
**12.29 元**

**分析师 刘文正**

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

**分析师 解慧新**

执业证书：S0100522100001

电话：15051878378

邮箱：xiehuixin@mszq.com

**研究助理 刘彦菁**

执业证书：S0100122070036

电话：19521499976

邮箱：liuyanjing@mszq.com

## 相关研究

1.水羊股份 (300740.SZ) 2022 年中报点评：疫情扰动 Q2 表现，看好下半年业绩改善-2022/08/15

2.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	6170	7824	9764
营业成本	2402	2956	3676	4500
营业税金及附加	20	27	34	41
销售费用	2029	2532	3267	4076
管理费用	193	250	324	414
研发费用	66	116	149	195
EBIT	303	308	396	565
财务费用	36	28	33	39
资产减值损失	-7	-5	-5	-5
投资收益	12	19	17	25
营业利润	279	284	364	535
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	280	284	364	535
所得税	45	40	55	80
净利润	235	244	310	454
归属于母公司净利润	236	244	309	454
EBITDA	334	370	486	682

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	440	641	826	1263
应收账款及票据	280	295	388	454
预付款项	120	157	184	230
存货	728	909	1021	1219
其他流动资产	111	108	139	135
流动资产合计	1680	2111	2557	3301
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	3376	4009	4923
短期借款	523	708	894	1105
应付账款及票据	206	369	417	570
其他流动负债	279	336	420	510
流动负债合计	1008	1413	1732	2185
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	1557	1875	2329
股本	412	388	388	388
少数股东权益	-6	-5	-5	-5
股东权益合计	1594	1819	2134	2593
负债和股东权益合计	2745	3376	4009	4923

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	34.86	23.14	26.82	24.79
EBIT 增长率	58.55	1.43	28.69	42.61
净利润增长率	68.54	3.04	27.05	46.70
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	52.07	52.09	53.02	53.91
净利润率	4.72	3.95	3.96	4.65
总资产收益率 ROA	8.61	7.21	7.72	9.22
净资产收益率 ROE	14.78	13.35	14.47	17.48
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.67	1.49	1.48	1.51
速动比率	0.79	0.72	0.76	0.83
现金比率	0.44	0.45	0.48	0.58
资产负债率 (%)	41.95	46.13	46.78	47.32
<b>经营效率</b>				
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	2.12	2.19
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.61	0.63	0.80	1.17
每股净资产	4.13	4.71	5.52	6.70
每股经营现金流	0.51	0.82	0.79	1.41
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	20	20	15	10
PB	3.0	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	14.98	13.47	10.25	6.98
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	244	310	454
折旧和摊销	30	62	90	117
营运资金变动	-82	-15	-134	-69
经营活动现金流	199	319	306	545
资本开支	-550	-263	-278	-288
投资	46	0	0	0
投资活动现金流	-493	-244	-261	-263
股权募资	5	-24	0	0
债务募资	391	186	186	211
筹资活动现金流	355	125	140	156
现金净流量	55	201	185	437

## 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