



业绩短期承压，23 年增长可期

2023 年 04 月 30 日

► **事件：公司披露 22 年及 23Q1 业绩。**2022 年，公司实现营收 47.22 亿元，yoy-5.74%；归母净利润 1.25 亿元，yoy-47.22%；单 Q4，公司实现营收 13.80 亿元，yoy-18.72%；归母净利润 0.06 亿元，yoy-93.52%。2023Q1，公司实现营收 10.46 亿元，yoy+0.05%；归母净利润 0.52 亿元，yoy+25.38%。

► **水乳膏霜业务实现增长，线上渠道收入占比持续提升。**22 年，公司实现营收 47.22 亿元，同比-5.74%，主因外部不良因素影响、自有品牌升级效益暂未充分实现、人力成本增加、研发投入加大等。**分产品来看**，22 年水乳膏霜/面膜/品牌管理服务营收分别为 35.12/9.05/2.74 亿元，同比+8.45%/-36.32%/-16.97%，营收占比分别为 74.37%/19.17%/5.80%，同比+9.73/-9.20/-0.79pct。**分渠道来看**，①**线上渠道**：22 年实现收入 42.68 亿元，同比-3.38%，占总收入的比重为 90.37%，同比+2.22pct。其中，第三方平台实现收入 39.13 亿元，同比-4.07%，占总收入的比重为 82.87%，同比+1.45pct；自营平台实现收入 3.54 亿元，同比+5.00%，占总收入的比重 7.50%，同比+0.77pct。②**线下渠道**：22 年实现收入 4.55 亿元，同比-23.35%，占总收入的比重 9.63%，同比-2.22pct。

► **23Q1 毛利率略有下滑，良好费用控制带动净利率提升。**1) **毛利率端**，22 年毛利率 53.12%，同比+1.05pct；23Q1 毛利率 53.71%，同比-0.55pct；2) **费用率端**，22 年销售费用率 43.05%，同比+2.54pct，23Q1 销售费用率 41.25%，同比-2.09pct；22 年管理费用率 4.11%，同比+0.25pct，23Q1 管理费用率 4.13%，同比-0.19pct；22 年研发费用率 1.88%，同比+0.56pct，23Q1 研发费用率 2.35%，同比+0.57pct，主要系公司加大研发投入所致；3) **净利率端**，22 年实现归母净利润 0.06 亿元，对应归母净利率 2.64%，同比-2.08pct；23Q1 实现归母净利润 0.52 亿元，对应归母净利率 4.98%，同比+1.01pct。

► **代理业务持续增长，自有品牌升级可期。**1) **自有品牌方面：品牌矩阵逐步成型，品牌升级可期：**打造“2(御泥坊、EDB)+2(大水滴、小迷糊)+N(VAA、御等)”的自有品牌矩阵，持续推进产品升级，其中御泥坊推出微 800 玻尿酸次抛精华、微 400 抗衰精华等高客单产品；大水滴品牌升级围绕不同熬夜肌肤问题推出 22 点基础护理、0 点密集护理及 3 点紧急护理的产品体系，并打造大单品祛痘精华，实现年销售量超 200 万瓶；“VAA”推出中性灰修容和小轻罐卸妆膏。同时，22H2 公司收购日法高奢护肤品牌 EDB 并投资法国敏感肌院线品牌 Pier Augé，进一步完善产品矩阵。22 年疫情影响下品牌升级进程放缓，疫后品牌矩阵逐步完善和升级或将驱动业绩高增。2) **代理品牌方面：稳健增长，爆品持续打造，**打造“1(强生)+5(涵盖护肤、彩妆、个护、香水和健康食品五大品类)+N(城野医生、露得清、李施德林、大宝、倍健等)的代理品牌矩阵”，推出多款爆品，例如城野医生 377 美白精华、露得清 A 醇、李施德林漱口水等。

► **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，有望带动利润水平提升，承接强生中国业务并逐步步入稳健发展轨道，整体趋势向好，我们预计 23-25 年公司归母净利润分别为 2.27/3.14/4.06 亿元，同比增速分别为 81.9%/+38.4%/+29.3%，对应 PE 分别为 25X/18X/14X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**行业竞争加剧风险；品牌拓展不及预期；新品研发不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	4,722	5,803	6,880	8,043
增长率 (%)	-5.7	22.9	18.6	16.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	125	227	314	406
增长率 (%)	-47.2	81.9	38.4	29.3
每股收益 (元)	0.32	0.58	0.81	1.04
PE	45	25	18	14
PB	3.2	2.9	2.5	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

14.54 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

邮箱：xiehuixin@mszq.com

相关研究

1.水羊股份 (300740.SZ) 2022 年三季报点评：加码原料和产品研发，期待业绩拐点到来-2022/10/27

2.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

3.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)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,722	5,803	6,880	8,043
营业成本	2,214	2,731	3,213	3,722
营业税金及附加	24	26	31	38
销售费用	2,033	2,408	2,834	3,298
管理费用	194	226	261	302
研发费用	89	104	138	177
EBIT	161	315	417	524
财务费用	38	50	52	49
资产减值损失	-16	-5	-5	-5
投资收益	-3	5	6	3
营业利润	146	264	366	474
营业外收支	-2	0	0	-1
利润总额	144	264	366	473
所得税	21	40	55	71
净利润	123	225	311	402
归属于母公司净利润	125	227	314	406
EBITDA	212	415	543	676

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	346	371	453	567
应收账款及票据	325	417	481	592
预付款项	76	119	134	148
存货	899	932	1,111	1,216
其他流动资产	225	208	255	227
流动资产合计	1,870	2,049	2,434	2,751
长期股权投资	20	20	20	20
固定资产	625	800	956	1,093
无形资产	256	254	253	251
非流动资产合计	1,779	1,950	2,100	2,235
资产合计	3,649	3,999	4,534	4,986
短期借款	708	708	558	358
应付账款及票据	361	344	504	479
其他流动负债	371	408	469	538
流动负债合计	1,441	1,461	1,530	1,375
长期借款	442	542	692	892
其他长期负债	27	27	27	27
非流动负债合计	470	570	720	920
负债合计	1,910	2,030	2,250	2,294
股本	389	389	389	389
少数股东权益	-6	-8	-11	-15
股东权益合计	1,739	1,968	2,284	2,691
负债和股东权益合计	3,649	3,999	4,534	4,986

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-5.74	22.88	18.56	16.91
EBIT 增长率	-46.89	95.14	32.42	25.87
净利润增长率	-47.22	81.91	38.39	29.30
盈利能力 (%)				
毛利率	53.12	52.93	53.30	53.72
净利率	2.64	3.91	4.57	5.05
总资产收益率 ROA	3.42	5.68	6.93	8.15
净资产收益率 ROE	7.15	11.49	13.68	15.01
偿债能力				
流动比率	1.30	1.40	1.59	2.00
速动比率	0.57	0.63	0.72	0.95
现金比率	0.24	0.25	0.30	0.41
资产负债率 (%)	52.36	50.77	49.62	46.02
经营效率				
应收账款周转天数	23.05	23.00	23.50	24.00
存货周转天数	132.26	121.00	115.00	113.00
总资产周转率	1.48	1.52	1.61	1.69
每股指标 (元)				
每股收益	0.32	0.58	0.81	1.04
每股净资产	4.48	5.08	5.90	6.95
每股经营现金流	0.05	0.64	1.06	1.17
每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	45	25	18	14
PB	3.2	2.9	2.5	2.1
EV/EBITDA	25.10	12.75	9.60	7.54
股息收益率 (%)	0.69	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	123	225	311	402
折旧和摊销	51	101	126	152
营运资金变动	-169	-139	-89	-164
经营活动现金流	18	249	412	456
资本开支	-290	-272	-277	-287
投资	-353	0	0	0
投资活动现金流	-646	-266	-270	-284
股权募资	14	0	0	0
债务募资	555	100	0	0
筹资活动现金流	528	43	-59	-58
现金净流量	-91	25	82	114

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。	公司评级	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