

水羊股份（300740.SZ）

上半年归母净利润同比增长 72%，股权激励彰显经营信心

增持

核心观点

上半年收入实现恢复性增长，归母净利润提升显著。公司 2023 年上半年实现营业收入 22.9 亿元，同比增长 4.0%；归母净利润 1.42 亿元，同比增长 72.02%；单 Q2 实现营业收入 12.43 亿元，同比+7.58%；实现归母净利润 0.90 亿元，同比+119.05%。公司进一步完善多层次品牌矩阵，优化产品结构，带动毛利率持续提升，同时成本费用管控效果显著，整体盈利能力提升明显。

分业务板块：1）自有品牌板块，已经形成 2+2+n 的矩阵结构，整体盈利能力持续改善。御泥坊品牌不断完善产品结构，并积极推进产品迭代，全新第八代氨基酸泥膜 4 月正式上市并实现良好口碑；EDB（伊菲丹）进一步深化品牌心智，打造多个核心产品，并持续完善高端百货、高奢酒店等渠道布局，上半年 EDB 实现收入 1.06 亿元，净利润 2548.5 万元。2）代理业务板块，已经形成 1+5+n 的层次结构，以强生集团为核心，护肤、彩妆、个护、香水、健康食品 5 大品类稳步发展。**分渠道看：**2022 年线上实现收入 20.15 亿元，同比略增 0.54%，占总收入的比重为 87.97%，其中淘系平台实现收入 7.57 亿元，同比-12.62%；抖音平台实现收入 4.97 亿元，同比+137.43%。

盈利水平不断优化。公司上半年毛利率同比增加 1.92pct 至 56.92%，主要由于产品结构改善以及公司品牌力进一步提升；销售/管理/研发费用率分别为 40.48%/5.02%/2.01%，同比-2.60/0.54/0.05pct。公司上半年实现经营性现金流净额 0.82 亿元，同比+215.79%，整体现金流状况基本向好。

推出股权激励，彰显经营信心。公司计划对不超过 345 名激励对象，以每股 7.87 元为授予价格，授予 326.89 万股，占公司股本 0.84%。激励考核目标上，公司以 2023/2024 年归母净利润为考核标准，要求分别不低于 3.00/4.00 亿元，对应增速分别为 140%/33%，且剔除本激励所产生的相关成本影响。

风险提示：疫情反复，销量增加不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：公司上半年收入实现恢复性增长，同时通过积极优化产品结构及精细化投放，带动毛利率持续提升和销售费用下行，实现盈利水平快速修复。未来公司将继续坚持以自有品牌+代理品牌双业务驱动模式。通过不断创新，深耕产品研发和专业领域，推动自有品牌长期良性发展；并凭借多年在国内市场积累的全域服务能力以及深度孵化品牌和溢价的能力，为海外品牌提供多维度赋能服务。我们考虑到公司今年在成本费用上的不断优化，上调 23-25 年盈利预测归母净利润至 3.16/4.09/4.91 亿元（原值为 2.19/2.93/3.62 亿元），对应 PE 为 20/15/13x，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,010	4,722	5,579	6,455	7,185
(+/-%)	34.9%	-5.7%	18.1%	15.7%	11.3%
净利润(百万元)	236	125	316	409	491
(+/-%)	68.5%	-47.2%	153.0%	29.6%	20.1%
每股收益(元)	0.57	0.32	0.81	1.05	1.26
EBIT Margin	6.0%	3.6%	7.5%	8.4%	8.9%
净资产收益率(ROE)	14.8%	7.2%	15.5%	16.9%	17.1%
市盈率(PE)	27.5	49.3	19.5	15.0	12.5
EV/EBITDA	24.3	40.4	15.9	12.3	10.0
市净率(PB)	4.07	3.53	3.02	2.54	2.14

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

美容护理·化妆品

证券分析师：张峻豪

联系人：孙乔容若

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

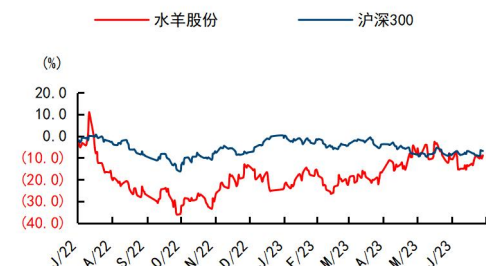
sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980517070001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	15.81 元
总市值/流通市值	6157/5638 百万元
52 周最高价/最低价	20.02/10.92 元
近 3 个月日均成交额	166.00 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《水羊股份（300740.SZ）——一季度归母净利润同比增长 25%，双业务布局驱动持续发展》——2023-05-03
- 《水羊股份（300740.SZ）-多因素影响导致三季度业绩承压，多品牌布局持续推进》——2022-10-31
- 《水羊股份（300740.SZ）-疫情影响短期业绩，品牌升级及多品牌布局夯实长期发展》——2022-08-14
- 《水羊股份（300740.SZ）-外延完善中高端品牌布局，“四双战略”持续深化》——2022-07-19
- 《水羊股份（300740.SZ）-双业务驱动高效增长，盈利能力持续改善》——2022-04-29

水羊股份：上半年收入实现恢复性增长，盈利水平提升显著。公司 2023 年上半年实现营业收入 22.9 亿元，同比增长 4.0%；归母净利润 1.42 亿元，同比增长 72.02%；其中子公司 EDB 实现收入 1.06 亿元，净利润 2548.5 万元。

公司单 Q2 实现营业收入 12.43 亿元，同比+7.58%；实现归母净利润 0.90 亿元，同比+119.05%。公司通过完善多层次品牌矩阵，优化产品结构，带动毛利率持续提升，同时精细化投放下，销售费用管控效果显著，整体盈利能力提升明显。

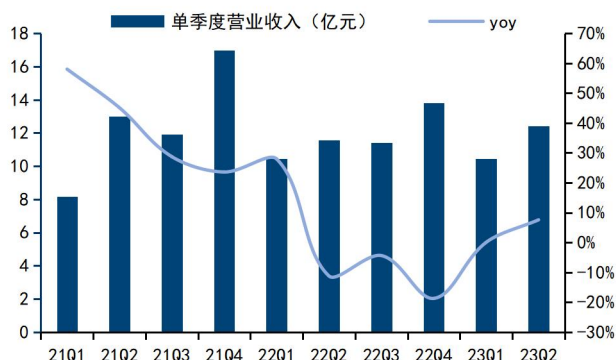
分业务板块：自有品牌持续升级，代理业务健康发展

1) 自有品牌板块，已经形成 2+2+n 的矩阵结构，整体盈利能力持续改善。御泥坊不断完善产品结构，全新第八代氨基酸泥膜 4 月正式上市，超头张凯毅带货 24 小时销量超百万；EDB 进一步深化品牌心智，打造超级面膜、抗光老精华防晒、胶原精粹水及超级 CP 多个核心产品，并持续完善高端百货、高奢酒店、机场杂志等渠道布局，进一步渗透中国高端人群，实现品牌口碑热度双增长；大水滴持续深耕熬夜心智，在抖音、小红书等平台发起“晚安熬夜人”活动，上线后全网立破 2 亿+曝光；小迷糊品牌围绕“年轻肌精简护理”心智，持续进行品牌优化升级，大单品洁颜蜜获抖音洁面产品热卖金榜 TOP5。

2) 代理业务板块，已经形成 1+5+n 的层次结构，以强生集团为核心，护肤、彩妆、个护、香水、健康食品 5 大品类稳步发展。其中城野医生品牌明星单品 377 美白精华稳居天猫美白精华销量 TOP4；露得清新品第二代 A 醇荣登天猫面霜新品榜 TOP1；大宝 SOD 蜜稳居淘系乳液面霜销量 TOP1。

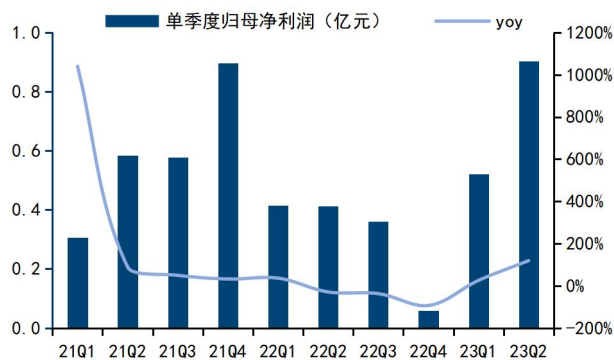
分渠道看：2022 年线上实现收入 20.15 亿元，同比略增 0.54%，占总收入的比重为 87.97%，其中淘系平台实现收入 7.57 亿元，同比-12.62%；抖音平台实现收入 4.97 亿元，同比+137.43%。

图1：公司单季度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

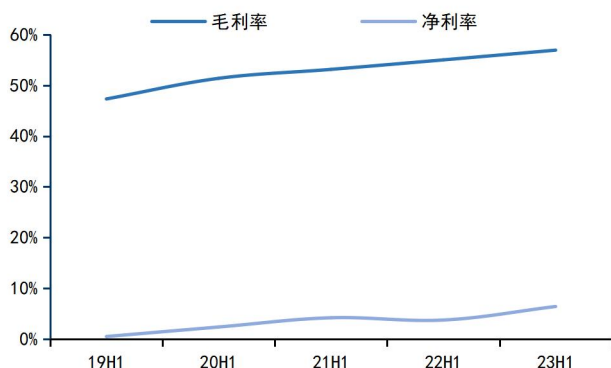
图2：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

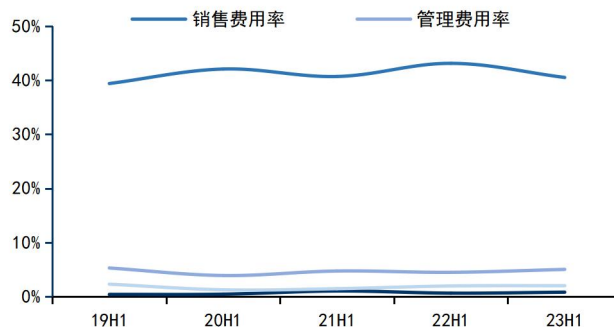
盈利能力方面，公司上半年毛利率同比增加 1.92pct 至 56.92%，主要由于产品结构改善以及公司品牌力进一步提升；销售费用率 40.48%，同比减少 2.61ppt；管理费用率 5.02%，同比增加 0.54pct；研发费用率 2.01%，同比微升 0.05ppt。公司整体毛利率继续提升，同时费用控制良好，上半年最终净利率同比大幅提升 2.67ppt 至 6.40%。

图3：公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

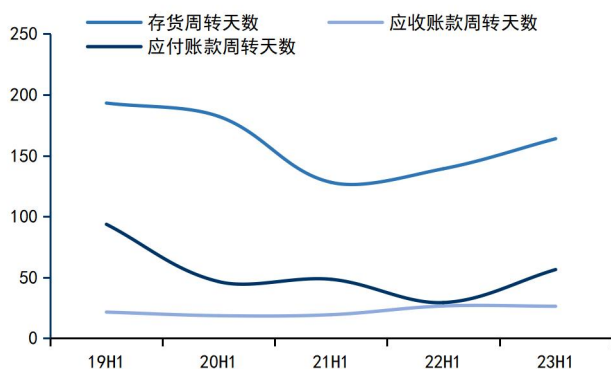
图4：公司费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

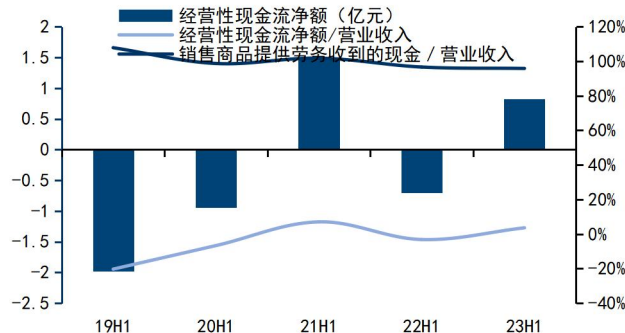
营运能力及现金流方面，公司上半年存货周转天数同比+25 天，应收账款周转天数同比基本持平，应付账款天数同比+27 天。公司上半年实现经营性现金流净额 0.82 亿元，同比+215.79%，整体现金流状况基本向好。

图5：公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

推出股权激励，进一步绑定核心员工。公司同时公告了 2023 年限制性股票激励计划（草案），本激励计划拟授予价格为每股 7.87 元，授予 326.89 万股，占公司股本 0.84%。拟激励对象不超过 345 人，包括董事张虎儿总、副总经理兼董秘吴小瑾总、副总经理黄晨泽总，以及核心员工 342 人。

表1：公司股权激励授予对象

姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例	占公司总股本的比例
张虎儿	董事	3.2224	0.99%	0.01%
吴小瑾	董事会秘书、副总经理	3.2224	0.99%	0.01%
黄晨泽	副总经理	3.2224	0.99%	0.01%
公司（含子公司）其他核心员工（342 人）		317.2203	97.04%	0.81%
合计		326.8875	100.00%	0.84%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

注：以上合计数据与各明细数据相加之和在尾数上如有差异，系四舍五入所致

本激励计划拟授予的限制性股票归属对应的公司层面业绩考核期为 2023 年、2024 年两个会计年度，以 2023/2024 年归母净利润为考核标准，要求分别不低于 3.00/4.00 亿元，且剔除本激励所产生的相关成本影响。

表2：公司层面考核目标

归属期	业绩考核目标
第一个归属期	2023 年净利润不低于 3.00 亿元
第二个归属期	2024 年净利润不低于 4.00 亿元

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

注：“净利润”指标以经审计的归属于上市公司股东的净利润作为计算依据，并剔除本激励计划考核期内公司实施股权激励计划或员工持股计划等激励事项产生的激励成本的影响

而在个人层面绩效考核上，划分为 A/B/C/D/E/F 六个等级，在满足公司层面考核要求的基础上，激励对象当期实际可归属的限制性股票数量=个人当期计划归属的限制性股票数量×个人层面可归属比例。

表3：个人层面绩效考核目标

综合得分	考核等级	个人层面可归属比例（X）
90 分以上（不含）	A	90%<X≤100%
80 分（不含）-90 分（含）	B	80%<X≤90%
70 分（不含）-80 分（含）	C	70%<X≤80%
50 分（不含）-70 分（含）	D	50%<X≤70%
10 分（含）-50 分（含）	E	10%≤X≤50%
10 分以下（不含）	F	0%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

投资建议：盈利水平快速修复，双轮驱动共促成长

公司上半年收入实现恢复性增长，同时通过积极优化产品结构及精细化投放，带动毛利率持续提升和销售费用下行，实现盈利水平快速修复。未来公司将继续坚持以自有品牌+代理品牌双业务驱动模式。通过不断技术创新，深耕产品研发和专业领域，推动自有品牌长期良性发展；并凭借多年在国内市场积累的全域服务能力以及深度孵化品牌和溢价的能力，为海外品牌提供多维度赋能服务。我们考虑到公司今年在成本费用上的不断优化，上调 23-25 年盈利预测归母净利润至 3.16/4.09/4.91 亿元（原值为 2.19/2.93/3.62 亿元），对应 PE 为 20/15/13x，维持“增持”评级。

表4：盈利预测主要调整项

	现值	2023 原值	现值	2024 原值	原因
面膜毛利率	68.92%	64.83%	69.07%	64.96%	公司不断对面膜产品进行迭代升级，并不断推出新品带动毛利率上行
管理费用率	4.67%	3.77%	4.71%	3.73%	公司加大内部管理，同时考虑到股权激励支付费用带来的影响，整体管理费用率提升
销售费用率	40.21%	42.36%	40.07%	42.02%	公司不断调整产品结构，并进行针对性投放，成本费用管控效果显著

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表5: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2023-07-27)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%) (22A)	PEG (23E)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
300740.SZ	水羊股份	15.81	62	0.32	0.81	1.05	1.26	47.13	19.48	15.04	12.52	7.15	0.13	增持
300957.SZ	贝泰妮	101.58	430	2.48	3.03	3.85	4.89	60.14	33.52	26.38	20.77	18.93	1.51	买入
603605.SH	珀莱雅	111.62	443	2.88	2.78	3.51	4.27	58.09	40.13	31.83	26.16	23.19	1.16	买入

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	440	346	450	450	450	营业收入	5010	4722	5579	6455	7185
应收款项	320	369	367	424	472	营业成本	2402	2214	2517	2863	3159
存货净额	728	899	669	750	824	营业税金及附加	20	24	22	26	29
其他流动资产	152	157	223	258	287	销售费用	2029	2033	2244	2587	2868
流动资产合计	1680	1870	1808	1982	2133	管理费用	193	194	271	314	350
固定资产	606	988	1665	2107	2123	研发费用	66	89	107	125	140
无形资产及其他	70	256	246	235	225	财务费用	36	38	60	73	69
投资性房地产	383	515	515	515	515	投资收益	12	(3)	0	0	0
长期股权投资	6	20	20	20	20	资产减值及公允价值变动	7	41	7	7	0
资产总计	2745	3649	4254	4860	5017	其他收入	(70)	(112)	(107)	(125)	(140)
短期借款及交易性金融负债	533	790	1275	1443	1095	营业利润	279	146	366	474	569
应付款项	206	361	234	263	289	营业外净收支	1	(2)	0	0	0
其他流动负债	268	289	247	281	311	利润总额	280	144	366	474	569
流动负债合计	1008	1441	1756	1988	1694	所得税费用	45	21	55	71	85
长期借款及应付债券	129	442	442	442	442	少数股东损益	(1)	(2)	(5)	(6)	(7)
其他长期负债	15	27	27	27	27	归属于母公司净利润	236	125	316	409	491
长期负债合计	144	470	470	470	470	现金流量表（百万元）					
负债合计	1152	1910	2226	2457	2164	净利润	236	125	316	409	491
少数股东权益	(6)	(6)	(10)	(16)	(23)	资产减值准备	(4)	12	32	15	5
股东权益	1599	1744	2038	2418	2875	折旧摊销	15	31	108	160	189
负债和股东权益总计	2745	3649	4254	4860	5017	公允价值变动损失	(7)	(41)	(7)	(7)	0
关键财务与估值指标						财务费用	36	38	60	73	69
每股收益	0.57	0.32	0.81	1.05	1.26	营运资本变动	(355)	(155)	29	(96)	(91)
每股红利	0.04	0.08	0.06	0.07	0.09	其它	3	(13)	(37)	(21)	(12)
每股净资产	3.89	4.48	5.24	6.22	7.39	经营活动现金流	(111)	(41)	441	460	583
ROIC	11.91%	4.50%	10%	10%	12%	资本开支	0	(463)	(800)	(600)	(200)
ROE	14.78%	7.15%	15%	17%	17%	其它投资现金流	11	(60)	0	0	0
毛利率	52%	53%	55%	56%	56%	投资活动现金流	11	(537)	(800)	(600)	(200)
EBIT Margin	6%	4%	8%	8%	9%	权益性融资	(7)	14	0	0	0
EBITDA Margin	6%	4%	9%	11%	12%	负债净变化	129	313	0	0	0
收入增长	35%	-6%	18%	16%	11%	支付股利、利息	(15)	(31)	(22)	(29)	(34)
净利润增长率	69%	-47%	153%	30%	20%	其它融资现金流	(141)	(94)	485	169	(348)
资产负债率	42%	52%	52%	50%	43%	融资活动现金流	80	484	463	140	(383)
股息率	0.3%	0.5%	0.4%	0.5%	0.6%	现金净变动	(19)	(94)	104	0	0
						货币资金的期初余额	460	440	346	450	450

P/E	27.5	49.3	19.5	15.0	12.5	货币资金的期末余额	440	346	450	450	450
P/B	4.1	3.5	3.0	2.5	2.1	企业自由现金流	0	(443)	(307)	(77)	441
EV/EBITDA	24.3	40.4	15.9	12.3	10.0	权益自由现金流	0	(223)	127	29	34

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032