

水羊股份（300740.SZ）

单三季度业绩受非经因素影响有所承压，坚持双业务驱动模式

增持

核心观点

第三季度归母净利受非经因素影响增速放缓。公司前三季度实现营业收入 33.77 亿元，同比增长 1.04%；归母净利润 1.8 亿元，同比增长 51.36%，单三季度实现营业收入 10.88 亿元，同比下降 4.68%，归母净利润 3761.43 万元，同比增长 4.03%，扣非归母净利润 4770.21 万元，同比增长 30.21%，主要由于第三季度远期外汇合约导致公允价值变动 1313 万元。

毛利率不断优化，销售投入有所加大。单三季度公司实现毛利率/净利率分别为 60.32%/3.63%，同比+4.70pct/+0.46pct，毛利率提升主要是由于较高毛利的伊菲丹收入占比提升以及较低毛利的强生业务占比下降。费用方面，单 Q3 公司销售/管理/研发费用率分别同比+4.86pct/-3.31pct/-0.84pct。销售费用率上行主要由于公司加大形象推广费用。

营运能力和现金流基本处于正常水平。前三季度存货周转天数 175 天，同比增 31 天；应收帐款周转天数 30 天，同比减少 1 天，主要由于公司为双 11 大促备货，导致存货周转天数上行。公司前三季度经营性现金流量净额为 -0.60 亿元，同比上升 62.52%，主要支付货款减少所致。

风险提示：宏观环境风险，新产品推出不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：公司单三季度受到非经因素影响导致利润端有所承压，但公司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。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，公司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。我们考虑到非经因素影响，略下调 23-25 年盈利预测归母净利润至 3.02/4.05/4.96 亿元（原值为 3.16/4.09/4.91 亿元），对应 PE 为 22/16/13x，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	5,154	5,945	6,705
(+/-%)	34.9%	-5.7%	9.2%	15.3%	12.8%
净利润(百万元)	236	125	302	405	496
(+/-%)	68.5%	-47.2%	142.4%	33.8%	22.6%
每股收益(元)	0.57	0.32	0.78	1.04	1.27
EBIT Margin	6.0%	3.6%	7.8%	8.9%	9.5%
净资产收益率 (ROE)	14.8%	7.2%	14.9%	16.8%	17.3%
市盈率 (PE)	29.0	52.0	21.5	16.0	13.1
EV/EBITDA	25.4	42.1	16.8	12.7	10.2
市净率 (PB)	4.29	3.72	3.20	2.70	2.27

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

021-60933168

zhang.jh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：孙乔容若

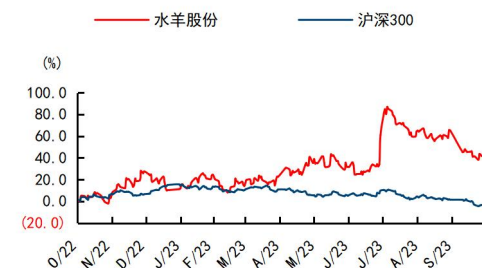
sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	16.68 元
总市值/流通市值	6496/5955 百万元
52 周最高价/最低价	22.65/10.92 元
近 3 个月日均成交额	240.89 百万元

市场走势



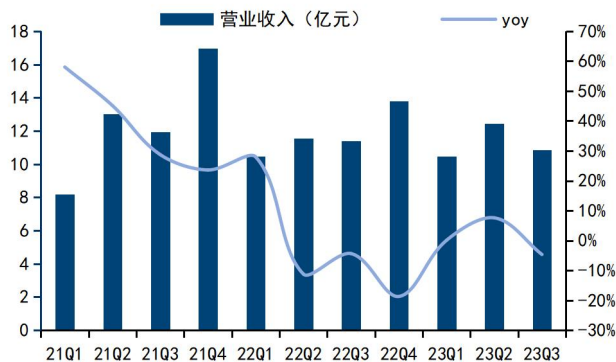
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《水羊股份（300740.SZ）-上半年归母净利润同比增长 72%，股权激励彰显经营信心》——2023-07-28
- 《水羊股份（300740.SZ）-一季度归母净利同比增长 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

第三季度归母净利润受非经因素影响增速放缓。公司前三季度实现营业收入 33.77 亿元，同比增长 1.04%；归母净利润 1.8 亿元，同比增长 51.36%，单三季度实现营业收入 10.88 亿元，同比下降 4.68%，归母净利润 3761.43 万元，同比增长 4.03%，扣非归母净利润 4770.21 万元，同比增长 30.21%，主要由于第三季度远期外汇合约导致公允价值变动 1313 万元。

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

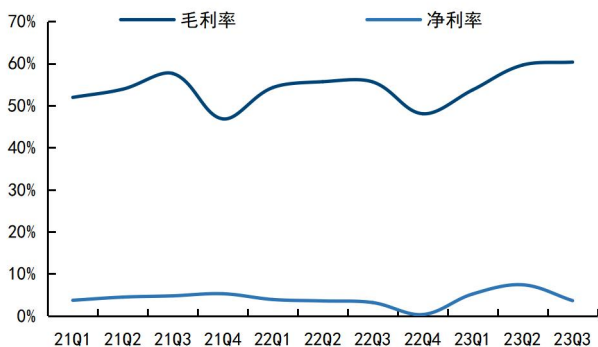
图2：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

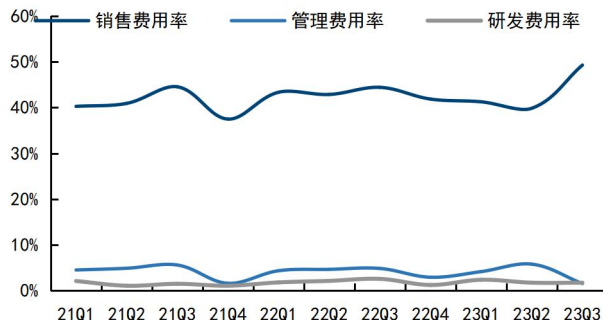
盈利能力方面，单三季度公司实现毛利率/净利率分别为 60.32%/3.63%，同比+4.70pct/+0.46pct，毛利率提升主要是由于较高毛利的伊菲丹业务占比提升以及较低毛利的强生业务占比下降。**费用方面**，单 Q3 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 49.28%/1.52%/1.71%，同比+4.86pct/-3.31pct/-0.84pct。销售费用率上行主要由于公司加大形象推广费用。

图3：公司毛利率及净利率情况



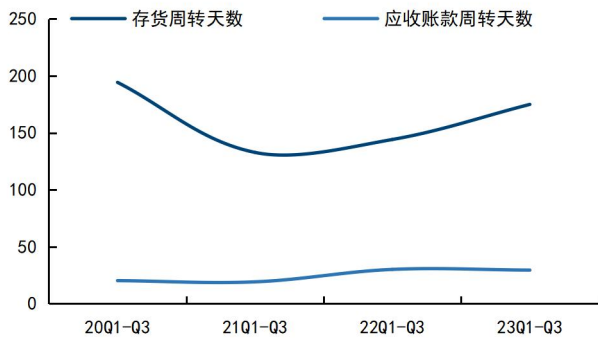
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司费用率情况

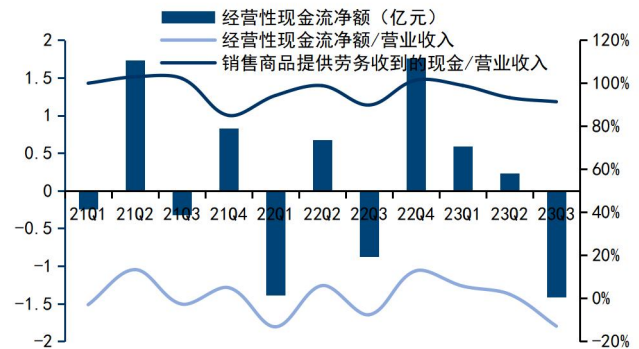


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

营运能力和现金流方面，前三季度存货周转天数 175 天，同比增 31 天；应收帐款周转天数 30 天，同比减少 1 天，主要由于公司为双 11 大促备货，导致存货周转天数上行。公司前三季度经营性现金流量净额为-0.60 亿元，同比上升 62.52%，主要支付货款减少所致。

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

投资建议：

公司单三季度受到非经因素影响导致利润端有所承压，但公司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。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。我们考虑到非经因素影响，略下调 23-25 年盈利预测归母净利润至 3.02/4.05/4.96 亿元（原值为 3.16/4.09/4.91 亿元），对应 PE 为 22/16/13x，维持“增持”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2023-10-26)	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	16.68	65	0.32	0.78	1.04	1.27	47.13	21.46	16.04	13.08	7.15	0.15	增持
300957.SZ	贝泰妮	72.28	306	2.48	3.04	3.95	5.01	60.14	23.78	18.30	14.43	18.93	1.05	买入
603605.SH	珀莱雅	96.82	384	2.88	2.91	3.69	4.51	58.09	33.31	26.25	21.47	23.19	0.96	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	5154	5945	6705
应收款项	320	369	339	391	441	营业成本	2402	2214	2130	2446	2740
存货净额	728	899	562	636	709	营业税金及附加	20	24	21	24	27
其他流动资产	152	157	206	238	268	销售费用	2029	2033	2253	2542	2850
流动资产合计	1680	1870	1657	1814	1967	管理费用	193	194	251	287	317
固定资产	606	988	1665	2107	2123	研发费用	66	89	98	115	131
无形资产及其他	70	256	246	235	225	财务费用	36	38	58	70	65
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	4102	4691	4851	其他收入	(70)	(112)	(98)	(115)	(131)
短期借款及交易性金融负债	533	790	1193	1356	1005	营业利润	279	146	351	469	575
应付款项	206	361	197	223	248	营业外净收支	1	(2)	0	0	0
其他流动负债	268	289	227	257	287	利润总额	280	144	351	469	575
流动负债合计	1008	1441	1617	1835	1540	所得税费用	45	21	53	70	86
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	302	405	496
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	2087	2305	2010	净利润	236	125	302	405	496
少数股东权益	(6)	(6)	(10)	(16)	(22)	资产减值准备	(4)	12	32	15	5
股东权益	1599	1744	2026	2402	2863	折旧摊销	15	31	108	160	189
负债和股东权益总计	2745	3649	4102	4691	4851	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	58	70	65
每股收益	0.57	0.32	0.78	1.04	1.27	营运资本变动	(355)	(155)	123	(87)	(93)
每股红利	0.04	0.08	0.05	0.07	0.09	其它	3	(13)	(37)	(21)	(12)
每股净资产	3.89	4.48	5.21	6.17	7.36	经营活动现金流	(111)	(41)	522	465	586
ROIC	11.91%	4.50%	9%	11%	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%	59%	59%	59%	投资活动现金流	11	(537)	(800)	(600)	(200)
EBIT Margin	6%	4%	8%	9%	10%	权益性融资	(7)	14	0	0	0
EBITDA Margin	6%	4%	10%	12%	12%	负债净变化	129	313	0	0	0
收入增长	35%	-6%	9%	15%	13%	支付股利、利息	(15)	(31)	(21)	(28)	(35)
净利润增长率	69%	-47%	142%	34%	23%	其它融资现金流	(141)	(94)	403	163	(351)
资产负债率	42%	52%	51%	49%	41%	融资活动现金流	80	484	382	135	(386)
股息率	0.2%	0.5%	0.3%	0.4%	0.5%	现金净变动	(19)	(94)	104	0	0
P/E	29.0	52.0	21.5	16.0	13.1	货币资金的期初余额	460	440	346	450	450
P/B	4.3	3.7	3.2	2.7	2.3	货币资金的期末余额	440	346	450	450	450
EV/EBITDA	25.4	42.1	16.8	12.7	10.2	企业自由现金流	0	(443)	(228)	(75)	441
						权益自由现金流	0	(223)	126	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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 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