

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

水羊股份(300740)

投资评级 无评级

上次评级 无评级

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

周子莘 美护分析师

执业编号: S1500522110001

联系电话: 13276656366

邮箱: zhouzixin@cindasc.com

李文静 美护行业研究助理

联系电话: 17380152149

邮箱: liwenjing@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

水羊股份(300740.SZ) 2023年三季报点评: 业绩端因非经常性因素短期承压, 多品牌优化调整下期待后续表现

2023年10月29日

事件: 公司发布 2023 年三季报: 公司 2023 年 Q1-Q3 实现营业收入 33.77 亿元/yoy+1.04%, 归母净利润 1.80 亿元/yoy+51.36%, 扣非归母净利润 1.95 亿元/yoy+77.91%; 单季度来看, 23Q3 实现营业收入 10.88 亿元/yoy-4.68%, 归母净利润 0.38 亿元/yoy+4.03%, 扣非归母净利润 0.48 亿元/yoy+30.21%。

- **非经常性因素部分影响盈利端表现。**收入端来看, 收入增速有所放缓, 我们预计主要源于: Q3 化妆品行业增速偏弱的情况下, 突发事件影响自有品牌伊菲丹/代理品牌城野医生等品牌的流量获取以及销售表现、御泥坊品牌处于调整进程中。盈利端来看, 23Q3 毛利率为 60.32%/yoy+4.70pct, 期间费用率为 54.53%/yoy+3.57pct, 其中销售/管理/财务/研发费用率分别为 49.28%/1.52%/2.03%/1.71%, 同比分别 +4.86/-3.31/+2.86/-0.84pct, 其中财务费用率提升主要源于可转债利息费用增加; 净利率为 3.63%/yoy+0.46pct, 毛利率优化推动盈利能力向好, 公允价值变动损失(主要源于远期外汇合约公允价值变动)等因素部分压制盈利端表现, 扣非归母净利润率为 4.39%/yoy+1.18pct。
- **核心品牌通过代言营销提升消费者认知度, 期待双十一多渠道发力。**Q3 以来公司多个品牌官宣品牌/核心单品代言人: 9 月大水滴官宣品牌精华代言人毕雯珺、小迷糊官宣品牌挚友唐九洲, 10 月伊菲丹官宣超级面膜代言人杨紫, 在产品已经得到消费者认可的基础上, 通过代言人官宣提升品牌知名度实现消费者破圈; 伊菲丹继续巩固高奢品牌定位, 9 月发布品牌南法溯源宣传片, 线下渠道方面, 中国首家专柜落地杭州武林银泰, 并为消费者提供 SPA 体验等服务, 联合阿那亚 EOSO 雲颂艺术奢侈酒店继续触达品牌目标客群, 我们认为多维度的品牌力建设有望帮助品牌继续渗透高奢客群, 期待外部影响因素淡化后品牌实现更优表现。
- **盈利预测:** 公司具备自有品牌+代理品牌双轮驱动, 短期化妆品行业大盘压力以及突发事件影响核心品牌 Q3 表现; 自有品牌持续推进品牌力建设、部分代理品牌完成续约, 多因素或推动 Q4 实现更好表现。我们预测公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.98/3.97/4.79 亿元, 同比分别增长 139.0%/32.9%/20.7%, 对应 PE 分别为 20/15/13X。
- **风险因素:** 消费力恢复不及预期、舆情因素影响持续、新产品推广销售效果不及预期、部分渠道恢复趋势不及预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	5,010	4,722	5,279	6,019	6,883
增长率 YoY %	34.9%	-5.7%	11.8%	14.0%	14.4%
归属母公司净利润(百万元)	236	125	298	397	479
增长率 YoY%	68.5%	-47.2%	139.0%	32.9%	20.7%
毛利率%	52.1%	53.1%	55.9%	56.4%	56.7%
净资产收益率ROE%	14.8%	7.2%	13.9%	15.6%	15.8%
EPS(摊薄)(元)	0.61	0.32	0.77	1.02	1.23
市盈率 P/E(倍)	25.53	48.38	20.24	15.22	12.61
市净率 P/B(倍)	3.77	3.46	2.81	2.37	2.00

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	1,680	1,870	2,274	2,445	2,705	
货币资金	440	346	455	422	496	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	280	325	361	407	462	
预付账款	120	76	116	131	149	
存货	728	899	865	931	966	
其他	111	225	476	554	632	
非流动资产	1,065	1,779	2,262	2,427	2,489	
长期股权投资	6	20	20	20	20	
固定资产(合计)	106	625	1,080	1,237	1,292	
无形资产	70	256	261	266	271	
其他	884	878	901	903	906	
资产总计	2,745	3,649	4,536	4,871	5,194	
流动负债	1,008	1,441	1,443	1,440	1,394	
短期借款	523	708	508	408	258	
应付票据	72	32	65	73	83	
应付账款	135	330	291	328	372	
其他	279	371	580	632	681	
非流动负债	144	470	954	901	798	
长期借款	129	442	392	342	242	
其他	15	27	561	558	555	
负债合计	1,152	1,910	2,397	2,341	2,192	
少数股东权益	-6	-6	-10	-16	-23	
归属母公司股东权益	1,599	1,744	2,149	2,546	3,024	
负债和股东权益	2,745	3,649	4,536	4,871	5,194	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	5,010	4,722	5,279	6,019	6,883	
同比(%)	34.9%	-5.7%	11.8%	14.0%	14.4%	
归属母公司净利润	236	125	298	397	479	
同比(%)	68.5%	-47.2%	139.0	32.9%	20.7%	
毛利率(%)	52.1%	53.1%	55.9%	56.4%	56.7%	
ROE%	14.8%	7.2%	13.9%	15.6%	15.8%	
EPS(摊薄)(元)	0.61	0.32	0.77	1.02	1.23	
P/E	25.53	48.38	20.24	15.22	12.61	
P/B	3.77	3.46	2.81	2.37	2.00	
EV/EBITDA	20.29	32.02	14.57	12.25	10.14	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	5,010	4,722	5,279	6,019	6,883	
营业成本	2,402	2,214	2,326	2,624	2,979	
营业税金及附加	20	24	26	30	34	
销售费用	2,029	2,033	2,199	2,504	2,863	
管理费用	193	194	227	259	296	
研发费用	66	89	100	114	138	
财务费用	36	38	52	24	16	
减值损失合计	-7	-16	-7	-10	-10	
投资净收益	12	-3	5	6	7	
其他	10	33	0	1	2	
营业利润	279	146	346	460	555	
营业外收支	1	-2	-1	-1	-1	
利润总额	280	144	346	460	555	
所得税	45	21	52	69	83	
净利润	235	123	294	391	471	
少数股东损益	-1	-2	-4	-6	-7	
归属母公司净利润	236	125	298	397	479	
EBITDA	334	212	500	584	674	
EPS(当年)(元)	0.62	0.32	0.77	1.02	1.23	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	199	18	383	466	564	
净利润	235	123	294	391	471	
折旧摊销	30	51	102	100	103	
财务费用	24	29	62	37	28	
投资损失		-12	3	-5	-6	
营运资金变动	-82	-169	-47	-72	-47	
其它	3	-19	-21	16	15	
投资活动现金流	-493	-646	-800	-309	-209	
资本支出	-550	-290	-558	-266	-166	
长期投资	46	-353	-250	-50	-50	
其他	12	-3	7	6	7	
筹资活动现金流	355	528	525	-190	-281	
吸收投资	5	14	-6	0	0	
借款	851	1,586	-250	-150	-250	
支付利息或股息	-15	-31	-101	-37	-28	
现金流净增加额	55	-91	109	-34	74	

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美护分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

林凌，厦门大学经济学院金融硕士，2023年1月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。