

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

上次评级

刘嘉仁 社零&美护首席分析师
执业编号: S1500522110002
邮箱: liujiaren@cindasc.com

周子莘 美护行业分析师
执业编号: S1500522110001
邮箱: zhouzixin@cindasc.com

李文静 美护行业研究助理
邮箱: liwenjing@cindasc.com

相关研究

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

水羊股份(300740.SZ) 2023 年中报点评: 业绩端表现亮眼, 股权激励有望强化市场信心

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) 23 年&24Q1 财报点评: 高盈利品牌占比提升+费效管控助推高质量发展, 期待高奢品牌继续优异增长

2024 年 04 月 24 日

事件: 公司发布 23 年年报&24 年一季报, 公司 23 年实现营业收入 44.93 亿元/yoy-4.9%, 归母净利润 2.94 亿元/yoy+135.4%, 扣非归母净利润 2.73 亿元/yoy+180.8%; 单 Q4 看, 23Q4 实现营业收入 11.16 亿元/yoy-19.1%, 归母净利润 1.14 亿元/yoy+1804.4%, 扣非归母净利润 0.77 亿元。24Q1 公司实现收入 10.32 亿元/yoy-1.4%, 归母净利润 0.40 亿元/yoy-23.3%, 扣非归母净利润 0.53 亿元/yoy+44.7%。

➢ **兴趣电商实现亮眼增速, EDB 子公司盈利能力优异。** 23 年 EDB 子公司实现收入 2.85 亿元、净利润 0.73 亿元, 对应净利率为 25.71%, 23H2 净利率为 26.77%, 环比 23H1 提升 2.83pct, 盈利能力稳定向好。1) **分产品看:** 23 年水乳膏霜产品实现收入 35.05 亿元/yoy-0.20%, 毛利率为 55.18%/yoy+6.34pct, 面膜实现收入 8.24 亿元/yoy-9.00%, 毛利率为 68.96%/yoy+11.10pct, 高毛利品牌占比提升驱动核心品类毛利率显著增长; 2) **分渠道看:** 线上渠道中, 核心电商平台淘系/抖音分别实现收入 13.96/11.34 亿元, 同比分别-26.70%/+60.56%, 抖音兴趣电商有力带动线上渠道增长。

➢ **高盈利品牌占比提升推动毛利率持续优化, 24Q1 增加费用投放继续聚焦品牌资产积累。** 1) **23 年: 毛利率与期间费用率同步优化推动盈利能力向好。** 23 年毛利率/期间费用率/净利率分别为 58.44%/49.73%/6.65%, 同比分别+5.32/-0.11/+4.05pct, 毛利率与费用端共同优化带动净利率明显改善, 销售/管理/财务/研发费用率分别为 41.35%/5.24%/1.44%/1.70%, 同比分别-1.70/+1.13/+0.63/-0.18pct, 费效管控加强推动销售费率优化。2) **24Q1: 营销投放增加继续夯实品牌力。** 24Q1 毛利率/期间费用率/净利率同比分别+7.6/+5.4/-1.1pct, 毛利端延续增长趋势, 高端产品对于毛利率增长的驱动作用依然显著; 费率端拆分来看, 销售/管理/财务/研发费用率分别同比+5.1/+1.5/-0.6/-0.6pct, 销售费用率增长或源于公司相关营销费用投入增多, 如 3 月伊菲丹官宣防晒代言人吴磊, 并推广高端“抗光老”防晒, 锚定消费者防晒+抗衰需求, 根据灰豚数据, 3 月/4 月累计至 22 日伊菲丹抖音渠道防晒产品占比分别达 31.4%/37.2%, 代言人推动产品认知度迅速提升。24Q1 非经常损益中, 金融资产/负债公允价值变动等因素产生的损益-0.17 亿元, 其中: 投资收益-0.3 亿元, 主要源于已平仓的远期外汇合约亏损, 公允价值变动收益+0.13 亿元, 可期待后续非经常因素影响缓解后回归继续高质量成长。

➢ **持续推动“自有品牌+CP 品牌双业务驱动”发展战略。** 公司持续沉淀品牌资产, 初步构建了高奢、中产、国潮、大众多元的多层次品牌矩阵。 **自有品牌方面:** ①**伊菲丹:** 持续加强品牌体系化建设, 在已有的超级面膜等大单品基础上引入臻金系列、樱花系列等产品线, 完善产品矩阵, 推动高端人群渗透; ②**御泥坊:** 品牌焕新进行中, 期待后续升级发布; ③**大水滴:** 持续深耕熬夜心智, 大单品 3 点祛痘精华 23 年实现小红书平台全类目祛痘搜索量 TOP1, 抖音、天猫等多渠道祛痘精华榜单 TOP1, 实现细分赛道领先地位, 期待未来盈利贡献能力加强。 **CP 品牌方面:** 目前已形成“1+5+N”层次结构, 与强生合作步入稳健发展轨道, 覆盖护肤、彩妆、个护、香水、健康食品 5 大品类, 细分品类品牌矩阵布局不断完善, 持续聚焦优势品牌。

➢ **盈利预测:** 公司具备自有品牌+CP 品牌双轮驱动, 资源向高盈利品牌倾斜推动公司发展提质, 叠加费效管控优化驱动盈利向好; 随着后续非经常因素影响缓解、核心品牌焕新完成并继续进行营销投入建立品牌资产, 期待公司基于独特模式实现更优增长。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 3.90/4.61/5.21 亿元, 同比分别增长 33%/18%/13%, 对应 PE 分别为 19/16/14X。

➢ **风险因素:** 兴趣电商流量红利减退、市场竞争加剧、品牌焕新效果不及预期。

| 重要财务指标 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 4,722 | 4,493 | 4,908 | 5,496 | 5,978 |
| 增长率 YoY % | -5.7% | -4.9% | 9.2% | 12.0% | 8.8% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 125 | 294 | 390 | 461 | 521 |
| 增长率 YoY% | -47.1% | 135.4% | 32.5% | 18.3% | 12.9% |
| 毛利率% | 53.1% | 58.4% | 59.4% | 59.8% | 60.1% |
| 净资产收益率 ROE% | 7.2% | 14.2% | 15.9% | 15.8% | 15.1% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.32 | 0.76 | 1.00 | 1.19 | 1.34 |
| 市盈率 P/E(倍) | 59.14 | 25.12 | 18.95 | 16.02 | 14.19 |
| 市净率 P/B(倍) | 4.24 | 3.56 | 3.01 | 2.53 | 2.15 |

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 4 月 23 日收盘价

| 资产负债表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 流动资产 | 1,870 | 2,315 | 2,580 | 3,026 | 3,476 | |
| 货币资金 | 346 | 554 | 737 | 991 | 1,280 | |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| 应收账款 | 325 | 404 | 401 | 440 | 470 | |
| 预付账款 | 76 | 121 | 129 | 155 | 167 | |
| 存货 | 899 | 795 | 804 | 854 | 897 | |
| 其他 | 225 | 441 | 508 | 586 | 662 | |
| 非流动资产 | 1,786 | 1,800 | 1,853 | 1,897 | 1,939 | |
| 长期股权投资 | 20 | 20 | 20 | 20 | 20 | |
| 固定资产(合计) | 625 | 845 | 849 | 855 | 861 | |
| 无形资产 | 256 | 260 | 265 | 270 | 275 | |
| 其他 | 884 | 674 | 718 | 752 | 783 | |
| 资产总计 | 3,656 | 4,115 | 4,433 | 4,923 | 5,415 | |
| 流动负债 | 1,441 | 1,046 | 1,030 | 1,106 | 1,171 | |
| 短期借款 | 708 | 232 | 242 | 252 | 262 | |
| 应付票据 | 32 | 8 | 11 | 12 | 13 | |
| 应付账款 | 330 | 272 | 276 | 307 | 332 | |
| 其他 | 371 | 534 | 501 | 534 | 564 | |
| 非流动负债 | 476 | 994 | 941 | 888 | 785 | |
| 长期借款 | 442 | 358 | 308 | 258 | 158 | |
| 其他 | 34 | 637 | 634 | 631 | 628 | |
| 负债合计 | 1,917 | 2,040 | 1,972 | 1,994 | 1,956 | |
| 少数股东权益 | -6 | -1 | 5 | 12 | 20 | |
| 归属母公司股东权益 | 1,745 | 2,076 | 2,456 | 2,917 | 3,438 | |
| 负债和股东权益 | 3,656 | 4,115 | 4,433 | 4,923 | 5,415 | |

| 重要财务指标 | | 单位:百万元 | | | | |
|------------|--------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 营业总收入 | 4,722 | 4,493 | 4,908 | 5,496 | 5,978 | |
| 同比(%) | -5.7% | -4.9% | 9.2% | 12.0% | 8.8% | |
| 归属母公司净利润 | 125 | 294 | 390 | 461 | 521 | |
| 同比(%) | -47.1% | 135.4% | 32.5% | 18.3% | 12.9% | |
| 毛利率(%) | 53.1% | 58.4% | 59.4% | 59.8% | 60.1% | |
| ROE% | 7.2% | 14.2% | 15.9% | 15.8% | 15.1% | |
| EPS(摊薄)(元) | 0.32 | 0.76 | 1.00 | 1.19 | 1.34 | |
| P/E | 59.14 | 25.12 | 18.95 | 16.02 | 14.19 | |
| P/B | 4.24 | 3.56 | 3.01 | 2.53 | 2.15 | |
| EV/EBITDA | 32.02 | 15.23 | 13.72 | 12.31 | 10.62 | |

| 利润表 | | 单位:百万元 | | | | |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 营业总收入 | 4,722 | 4,493 | 4,908 | 5,496 | 5,978 | |
| 营业成本 | 2,214 | 1,868 | 1,990 | 2,211 | 2,388 | |
| 营业税金及附加 | 24 | 23 | 25 | 27 | 30 | |
| 销售费用 | 2,033 | 1,858 | 2,037 | 2,319 | 2,534 | |
| 管理费用 | 194 | 235 | 266 | 289 | 308 | |
| 研发费用 | 89 | 77 | 86 | 104 | 117 | |
| 财务费用 | 38 | 65 | 48 | 4 | -6 | |
| 减值损失合计 | -16 | -40 | -25 | -30 | -30 | |
| 投资净收益 | -3 | 16 | 15 | 16 | 18 | |
| 其他 | 33 | 3 | 19 | 20 | 23 | |
| 营业利润 | 146 | 347 | 466 | 548 | 619 | |
| 营业外收支 | -2 | 0 | -1 | -1 | -1 | |
| 利润总额 | 144 | 347 | 465 | 548 | 618 | |
| 所得税 | 21 | 48 | 69 | 79 | 89 | |
| 净利润 | 123 | 299 | 396 | 469 | 529 | |
| 少数股东损益 | -2 | 5 | 6 | 7 | 8 | |
| 归属母公司净利润 | 125 | 294 | 390 | 461 | 521 | |
| EBITDA | 212 | 485 | 580 | 622 | 685 | |
| EPS(当年)(元) | 0.32 | 0.76 | 1.00 | 1.19 | 1.34 | |

| 现金流量表 | | 单位:百万元 | | | | |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | |
| 经营活动现金流 | 18 | 262 | 514 | 467 | 547 | |
| 净利润 | 123 | 299 | 396 | 469 | 529 | |
| 折旧摊销 | 51 | 79 | 67 | 70 | 74 | |
| 财务费用 | 29 | 57 | 63 | 24 | 21 | |
| 投资损失 | -62 | 3 | -16 | -15 | -16 | |
| 营运资金变动 | -169 | -202 | -20 | -117 | -96 | |
| 其它 | -19 | 45 | 23 | 38 | 38 | |
| 投资活动现金流 | -646 | -281 | -146 | -146 | -145 | |
| 资本支出 | -290 | -112 | -113 | -113 | -113 | |
| 长期投资 | -353 | -172 | -50 | -50 | -50 | |
| 其他 | -3 | 3 | 17 | 16 | 18 | |
| 筹资活动现金流 | 528 | 192 | -183 | -67 | -114 | |
| 吸收投资 | 14 | 693 | -4 | 0 | 0 | |
| 借款 | 1,586 | 1,000 | -40 | -40 | -90 | |
| 支付利息或股息 | -31 | -76 | -63 | -24 | -21 | |
| 现金流净增加额 | -91 | 179 | 183 | 254 | 288 | |

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。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

李文静，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。

评级说明

| 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15%以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准5%~15%； | 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。 | |

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。