

## 盈利能力明显优化，高毛利品牌驱动增长

——水羊股份(300740) 2023 年年报及 2024 年一季报点评

买入|维持

## 事件：

公司发布 2023 年年度报告及 2024 年第一季度报告。

## 点评：

## ● 产品结构优化带动盈利改善，24Q1 扣非净利润同比增长 45%

23 年公司实现营业收入 44.93 亿元，同比下降 4.86%，归母净利润 2.94 亿元，同比大幅提升 135.42%，扣非归母净利润 2.73 亿元，同比增长 180.8%。利润增长主要系高毛利品牌占比提升及管理效率提升所致。盈利能力方面，2023 年公司毛利率 58.44%，同比提升 5.32pct，净利率 6.65%，同比提升 4.05pct。23 年公司费用管控良好，销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 41.35%/5.23%/1.71%，同比分别降低 1.7/提升 1.13/降低 0.18pct。管理费用率提升主要系水羊智造基地转固，折旧费用有所增加。24Q1 公司实现营业收入 10.32 亿元，同比下降 1.36%，归母净利 0.40 亿元，同比下降 23.25%，扣非归母净利润 0.53 亿元，同比提升 44.67%。非经损益主要系持有及处置金融资产和金融负债产生的公允价值变动损益。24Q1 公司毛利率为 61.34%，同比大幅增长 7.63pct，净利率为 4.13%，同比下降 1.09pct。

## ● EDB23 年全球增速超 100%，御泥坊焕新在即，CP 业务稳步发展

公司坚持“自有品牌与 CP 品牌双业务驱动”的战略，构建高奢、中产、国潮、大众多元的多层次自有品牌矩阵。**自主品牌方面：**(1) EDB：23 年全球增速超 100%，全球 GMV 突破 10 亿。产品方面，超级 CP、抗光老精华防晒贡献核心收入，24 年有望推广 rich 面霜及高奢单臻金系列进一步完善产品矩阵。渠道方面，坚持线上线下一体化多渠道布局，23 年国内首家专柜落地杭州武林银泰，进一步开拓高奢百货、高奢酒店 SPA 等渠道。营销方面，持续强化品牌高奢护肤属性，24 年有望借势法国巴黎奥运会进一步提升全球影响力。(2) 御泥坊：23 年仍处于品牌调整期，聚焦心智矫正梳理及产品体系迭代，完成黑参提取物、PQQ 多款核心原料储备，今年全新定位“2+3 东方肌肤方程式”，有望迎来全面升级。(3) 大水滴：持续深耕熬夜心智，23 年实现双位数以上增长。**CP 品牌方面：**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。

## ● 投资建议与盈利预测

公司自有品牌+代理品牌业务双轮驱动，聚焦高毛利品牌加大资源倾斜。主品牌 EDB 增长势头良好，御泥坊及代理小品牌持续调整优化。我们预计 2024-2026 年公司实现归母净利润 3.93/4.62/5.35 亿元，EPS 分别为 1.01/1.19/1.37 元，PE18/15/13x，维持“买入”评级。

## ● 风险提示

品牌市场竞争加剧的风险，新品牌孵化不达预期的风险。

## 基本数据

52 周最高/最低价 (元): 22.02 / 13.6

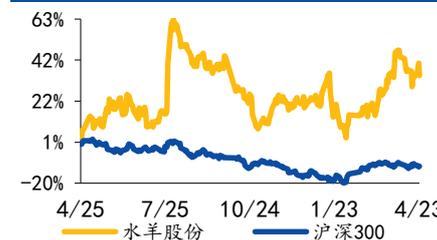
A 股流通股 (百万股): 357.32

A 股总股本 (百万股): 388.58

流通市值 (百万元): 6496.09

总市值 (百万元): 7064.42

## 过去一年股价走势



资料来源: Wind

## 相关研究报告

《国元证券公司研究-水羊股份(300740)2023 年业绩预告点评: Q4 利润增速亮眼, 高毛利品牌驱动成长》  
2024.01.19

《国元证券公司研究-水羊股份(300740)2023 年三季报点评: Q3 收入承压, EDB 持续夯实高端心智》  
2023.10.27

## 报告作者

分析师 李典  
执业证书编号 S0020516080001  
电话 021-51097188-1866  
邮箱 lidian@gyzq.com.cn

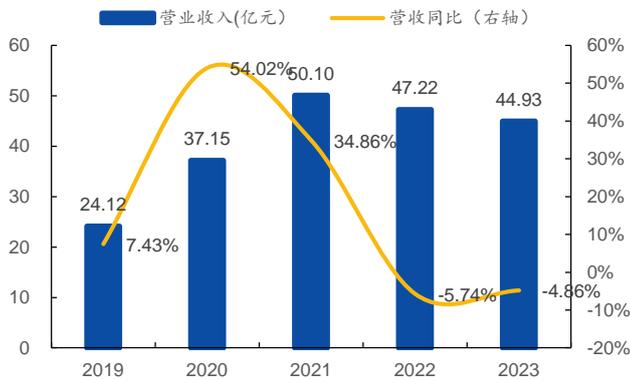
联系人 徐梓童  
电话 021-51097188-1866  
邮箱 xuzitong@gyzq.com.cn

## 附表：盈利预测

财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4722.39	4493.11	4978.01	5595.53	6120.61
收入同比(%)	-5.74	-4.86	10.79	12.40	9.38
归母净利润(百万元)	124.97	294.20	392.75	462.02	534.98
归母净利润同比(%)	-47.14	135.42	33.50	17.64	15.79
ROE(%)	7.16	14.17	15.90	15.97	15.85
每股收益(元)	0.32	0.76	1.01	1.19	1.37
市盈率(P/E)	56.69	24.08	18.04	15.33	13.24

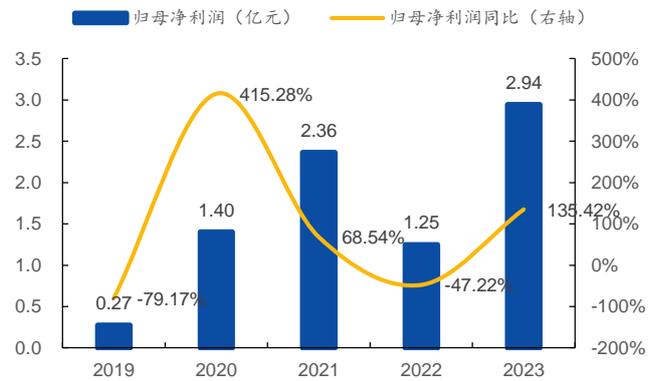
资料来源：Wind,国元证券研究所

图 1：2019-2023 公司收入及增速



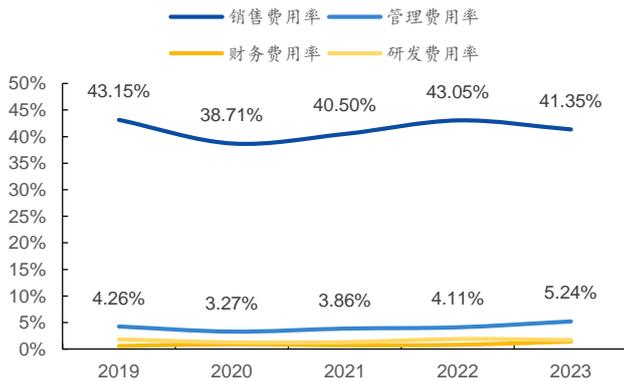
资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 2：2019-2023 公司归母净利润及增速



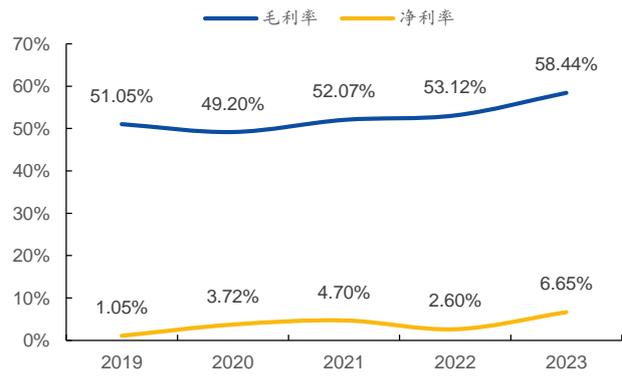
资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 3：2019-2023 公司期间费用率



资料来源：iFind, 国元证券研究所

图 4：2019-2023 公司毛利率和净利率



资料来源：iFind, 国元证券研究所

**财务预测表**

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>流动资产</b>	1870.04	2315.05	3173.12	3507.72	3789.02	
现金	346.15	554.32	1493.40	1678.66	1836.18	
应收账款	324.56	403.74	447.31	502.80	549.98	
其他应收款	44.45	62.11	68.82	77.35	84.61	
预付账款	75.96	120.71	128.66	142.66	154.04	
存货	898.87	794.81	655.57	726.89	784.85	
其他流动资产	180.06	379.36	379.36	379.36	379.36	
<b>非流动资产</b>	1785.53	1799.93	1893.74	1990.09	2088.34	
长期投资	20.22	20.29	20.29	20.29	20.29	
固定资产	625.48	845.18	781.30	717.42	653.54	
无形资产	255.74	260.12	321.47	362.59	410.46	
其他非流动资产	884.08	674.33	770.68	889.78	1004.04	
<b>资产总计</b>	3655.57	4114.98	5066.86	5497.80	5877.35	
<b>流动负债</b>	1440.77	1045.74	1609.39	1614.85	1509.16	
短期借款	708.05	232.10	821.86	794.43	662.51	
应付账款	329.73	271.96	289.88	321.42	347.05	
其他流动负债	402.99	541.67	497.65	499.01	499.60	
<b>非流动负债</b>	475.93	994.41	987.24	988.65	988.41	
长期借款	442.34	357.67	357.67	357.67	357.67	
其他非流动负债	33.59	636.74	629.57	630.98	630.74	
<b>负债合计</b>	1916.71	2040.15	2596.63	2603.50	2497.57	
少数股东权益	-5.79	-0.97	-0.25	1.39	4.06	
股本	389.08	389.71	389.65	389.65	389.65	
资本公积	496.27	494.24	494.30	494.30	494.30	
留存收益	897.03	1152.31	1506.09	1928.52	2411.34	
归属母公司股东权益	1744.65	2075.81	2470.48	2892.91	3375.72	
<b>负债和股东权益</b>	3655.57	4114.98	5066.86	5497.80	5877.35	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>经营活动现金流</b>	17.70	261.90	591.02	438.71	522.72	
净利润	123.11	298.75	393.48	463.66	537.65	
折旧摊销	37.18	67.24	77.60	78.35	78.10	
财务费用	38.15	64.82	43.40	41.13	28.09	
投资损失	2.69	-15.89	-9.01	-9.35	-10.33	
营运资金变动	-174.51	-202.83	73.72	-140.04	-118.85	
其他经营现金流	-8.93	49.82	11.83	4.96	8.07	
<b>投资活动现金流</b>	-645.76	-281.09	-174.52	-145.30	-153.03	
资本支出	292.74	178.46	100.00	100.00	100.00	
长期投资	48.33	172.20	0.00	0.00	0.00	
其他投资现金流	-304.70	69.57	-74.52	-45.30	-53.03	
<b>筹资活动现金流</b>	528.38	191.51	522.58	-108.16	-212.17	
短期借款	185.17	-475.95	589.76	-27.43	-131.92	
长期借款	313.24	-84.67	0.00	0.00	0.00	
普通股增加	-22.46	0.63	-0.06	0.00	0.00	
资本公积增加	-172.54	-2.02	0.06	0.00	0.00	
其他筹资现金流	224.97	753.52	-67.18	-80.73	-80.25	
现金净增加额	-91.01	178.55	939.08	185.25	157.52	

资料来源: wind, 国元证券研究所

利润表		单位:百万元				
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>营业收入</b>	4722.39	4493.11	4978.01	5595.53	6120.61	
营业成本	2214.01	1867.55	1990.58	2207.14	2383.14	
营业税金及附加	23.90	23.46	26.00	29.22	31.96	
营业费用	2032.84	1857.75	2115.66	2378.10	2601.26	
管理费用	193.89	235.35	224.01	251.80	275.43	
研发费用	88.83	76.57	99.56	123.10	146.89	
财务费用	38.15	64.82	43.40	41.13	28.09	
资产减值损失	-15.59	-39.83	-26.22	-28.98	-29.87	
公允价值变动收益	25.13	-13.87	1.44	0.29	-1.69	
投资净收益	-2.69	15.89	9.01	9.35	10.33	
<b>营业利润</b>	145.80	346.83	463.04	545.69	632.61	
营业外收入	0.45	2.27	1.59	1.63	1.72	
营业外支出	2.02	1.92	1.71	1.83	1.81	
<b>利润总额</b>	144.23	347.18	462.91	545.49	632.53	
所得税	21.12	48.43	69.44	81.82	94.88	
<b>净利润</b>	123.11	298.75	393.48	463.66	537.65	
少数股东损益	-1.86	4.56	0.73	1.64	2.67	
<b>归属母公司净利润</b>	124.97	294.20	392.75	462.02	534.98	
EBITDA	221.13	478.88	584.04	665.18	738.80	
EPS (元)	0.32	0.75	1.01	1.19	1.37	

主要财务比率						
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
<b>成长能力</b>						
营业收入(%)	-5.74	-4.86	10.79	12.40	9.38	
营业利润(%)	-47.69	137.88	33.51	17.85	15.93	
归属母公司净利润(%)	-47.14	135.42	33.50	17.64	15.79	
<b>获利能力</b>						
毛利率(%)	53.12	58.44	60.01	60.56	61.06	
净利率(%)	2.65	6.55	7.89	8.26	8.74	
ROE(%)	7.16	14.17	15.90	15.97	15.85	
ROIC(%)	6.63	14.28	17.06	18.16	18.99	
<b>偿债能力</b>						
资产负债率(%)	52.43	49.58	51.25	47.36	42.49	
净负债比率(%)	64.29	40.44	54.49	53.29	50.27	
流动比率	1.30	2.21	1.97	2.17	2.51	
速动比率	0.66	1.41	1.54	1.69	1.96	
<b>营运能力</b>						
总资产周转率	1.48	1.16	1.08	1.06	1.08	
应收账款周转率	14.74	11.62	11.01	11.08	10.94	
应付账款周转率	9.54	6.21	7.09	7.22	7.13	
<b>每股指标(元)</b>						
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.76	1.01	1.19	1.37	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.05	0.67	0.00	0.00	0.00	
每股净资产(最新摊薄)	4.48	5.33	6.34	7.42	8.66	
<b>估值比率</b>						
P/E	56.69	24.08	18.04	15.33	13.24	
P/B	4.06	3.41	2.87	2.45	2.10	
EV/EBITDA	33.90	15.66	12.84	11.27	10.15	

## 投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。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。

## 一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属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头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

## 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188