

事件：水羊股份发布 2024 年半年度报告。 24H1，公司实现营收 22.93 亿元，yoy+0.14%；归母净利润 1.06 亿元，yoy-25.74%；扣非归母净利 1.19 亿元，yoy-19.07%，归母净利润及扣非归母净利润下滑主要系 24H1 公司聚焦品牌资产建设，力求实现品牌势能放大与品牌长期发展，加大主要品牌的品牌种草、市场投放等相关费用支出。单 Q2 看，公司实现营收 12.61 亿元，yoy+1.41%；归母净利润 0.66 亿元，yoy-27.17%；扣非归母净利 0.66 亿元，yoy-40.32%。

高毛利品牌收入占比提升，24H1 毛利率同比+4.57pct 至 61.48%。 1) **毛利率：**24H1/Q2，公司毛利率为 61.48%/61.60%，同比+4.57/+1.99pct，主要系高毛利产品收入占比提升。2) **费用率：**24H1/Q2，公司销售费用率为 46.84%/47.27%，yoy+6.35/+7.43pct；管理费用率为 4.69%/3.90%，yoy-0.33/-1.87pct，研发费用率为 1.39%/1.09%，yoy-0.62/-0.62pct，其中销售费用率提升主要系推广费用增长。3) **净利率：**24H1/Q2，公司归母净利率为 4.61%/5.22%，同比-1.61/-2.05pct；扣非归母净利率为 5.21%/5.24%，同比-1.24/-3.66pct。

集中资源投放优势品牌，伊菲丹品牌延续高速增长，美斯蒂克/ESI 等代理品牌展现增长潜力。 1) **伊菲丹：**24H1 持续加强品牌建设，海外结合法国奥运会进行匹配宣传，并官宣露易丝·布尔昆为品牌大使，持续提升品牌知名度和影响力；国内先后合作杨紫、吴磊、刘嘉玲为面膜类目、防晒产品、品牌代言人，进一步强化大单品超级 CP 组合（超级面膜与胶原精粹水的组合）市场认知，带动精华防晒、rich 面霜等储备单品销售实现高速增长；根据公司公告及久谦数据，24H1 伊菲丹品牌线下渠道增速超 100%，抖音 GMV 同比增长 76.52%，品牌增长韧性显著。2) **御泥坊：**5 月进行品牌升级，开创“2+3 东方肌肤方程式”品牌理念，研发东方珍稀原料，打造全新产品体系，5 月已推出抗衰精华“黑参胶原瓶”，储备有牡丹系列、灵芝系列产品。3) **其他：**公司持续孵化优势品牌，打造多元增长曲线，根据久谦数据，24H1 美斯蒂克、VAA 抖音 GMV 分别为 1.91/0.27 亿元，同比增长 510.05%/+13.29%；根据公司公告，ESI 品牌 24H1 同比增速超 100%。

投资建议：公司“四双战略”持续落地，主品牌御泥坊品牌调整与升级有序推进，收购高端品牌伊菲丹等进一步补全品牌矩阵有望带动收入与利润提升；代理业务“1+5+N”战略稳步推进，基本盘持续增长。我们预计 24-26 年公司归母净利润分别为 3.01/3.56/4.13 亿元，同比增速分别为 2.4%/18.0%/16.0%，对应 PE 分别为 16X/14X/12X，维持“推荐”评级。

风险提示：行业竞争加剧风险；品牌调整不及预期；新品研发不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	4,493	4,634	4,906	5,296
增长率 (%)	-4.9	3.1	5.9	8.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	294	301	356	413
增长率 (%)	135.4	2.4	18.0	16.0
每股收益 (元)	0.76	0.78	0.92	1.06
PE	17	16	14	12
PB	2.3	2.1	1.8	1.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 7 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级
当前价格：
12.54 元

分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

研究助理 杨颖

执业证书：S0100123070030

邮箱：yangying@mszq.com

相关研究

- 水羊股份 (300740.SZ) 事件点评：御泥坊召开十八周年发布会，推出全新品牌体系与研究成果，品牌调整稳步推进-2024/05/11
- 水羊股份 (300740.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：盈利能力改善，代理业务稳步推进，伊菲丹高增未来可期-2024/04/24
- 水羊股份 (300740.SZ) 2023 年业绩预告点评：23 年业绩超预期，自主品牌发展成效显现，看好公司“代运营→自营”成长空间-2024/01/19
- 水羊股份 (300740.SZ) 事件点评：伊菲丹高增延续，御泥坊品牌调整推进，看好公司“代运营→自营”成长空间-2024/01/16
- 水羊股份 (300740.SZ) 2023 年三季报点评：Q3 扣非净利润同比高增 30%，伊菲丹增长势头强劲-2023/10/27

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,493	4,634	4,906	5,296
营业成本	1,868	1,906	1,998	2,148
营业税金及附加	23	22	25	26
销售费用	1,858	1,993	2,095	2,251
管理费用	235	209	216	228
研发费用	77	83	93	103
EBIT	406	432	492	554
财务费用	65	52	48	45
资产减值损失	-40	-40	-40	-42
投资收益	16	8	8	12
营业利润	347	350	414	482
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	347	350	413	482
所得税	48	49	58	67
净利润	299	301	355	414
归属于母公司净利润	294	301	356	413
EBITDA	485	515	582	650

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	554	992	1,213	1,454
应收账款及票据	404	325	369	412
预付款项	121	95	99	117
存货	795	755	764	794
其他流动资产	441	335	341	349
流动资产合计	2,315	2,501	2,786	3,126
长期股权投资	20	20	20	20
固定资产	845	930	985	1,038
无形资产	260	265	270	275
非流动资产合计	1,800	1,890	1,944	1,997
资产合计	4,115	4,391	4,730	5,123
短期借款	232	234	234	234
应付账款及票据	280	291	294	298
其他流动负债	534	377	397	418
流动负债合计	1,046	902	925	951
长期借款	358	521	521	521
其他长期负债	637	636	636	636
非流动负债合计	994	1,157	1,157	1,157
负债合计	2,040	2,059	2,083	2,108
股本	390	389	389	389
少数股东权益	-1	-1	-2	0
股东权益合计	2,075	2,332	2,647	3,015
负债和股东权益合计	4,115	4,391	4,730	5,123

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-4.86	3.15	5.85	7.96
EBIT 增长率	151.79	6.42	13.89	12.56
净利润增长率	135.42	2.41	18.05	15.99
盈利能力 (%)				
毛利率	58.44	58.86	59.28	59.44
净利润率	6.55	6.50	7.25	7.79
总资产收益率 ROA	7.15	6.86	7.52	8.05
净资产收益率 ROE	14.17	12.91	13.43	13.68
偿债能力				
流动比率	2.21	2.77	3.01	3.29
速动比率	1.22	1.73	1.98	2.24
现金比率	0.53	1.10	1.31	1.53
资产负债率 (%)	49.58	46.90	44.03	41.15
经营效率				
应收账款周转天数	29.18	28.29	25.44	26.53
存货周转天数	163.24	146.30	136.87	130.54
总资产周转率	1.16	1.09	1.08	1.08
每股指标 (元)				
每股收益	0.76	0.78	0.92	1.06
每股净资产	5.34	6.00	6.82	7.76
每股经营现金流	0.67	1.59	1.17	1.24
每股股利	0.10	0.10	0.12	0.14
估值分析				
PE	17	16	14	12
PB	2.3	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	11.97	11.28	9.99	8.93
股息收益率 (%)	0.80	0.82	0.96	1.12

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	299	301	355	414
折旧和摊销	79	83	90	96
营运资金变动	-202	146	-89	-123
经营活动现金流	262	618	454	482
资本开支	-112	-155	-130	-135
投资	-172	62	0	0
投资活动现金流	-281	-83	-122	-123
股权募资	693	0	0	0
债务募资	-412	17	0	0
筹资活动现金流	192	-98	-111	-118
现金净流量	179	437	221	241

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026