

水羊股份 (300740.SZ)

营销投放加大短期利润承压，伊菲丹持续优异表现

优于大市

核心观点

上半年加大销售费用投放导致利润端有所承压。上半年公司实现营业收入 22.9 亿/yoy+0.14%；归母净利润 1.06 亿/yoy-25.74%；单 Q2 实现营收 12.61 亿/yoy+1.41%；实现归母净利 0.66 亿/yoy-27.17%；扣非归母净利润 0.66 亿/yoy-40.32%。公司整体营收基本持平，公司加大品牌宣传和市场推广费用的投入支出导致利润有所承压。同时上半年由于外汇套保业务导致公司亏损 1751 万，目前远期合约已完全平仓，后续将不再产生相关影响。

分业务来看，自有品牌中，伊菲丹继续优异表现，预计单 Q2 收入增速在 40% 左右，利润率预计稳定略下滑。PA 和 VAA 品牌在低基数下实现较高增长。御泥坊品牌仍处于品牌调整期，预计 Q2 收入端仍有下行压力，其他自有品牌预计 Q2 收入均下滑低双位数。代理业务中，强生系板块仍在经营调整预计收入仍处于下滑态势，但非强生板块表现较好，整体收入预计保持平稳水平。

毛利率不断上行，销售费用率提升明显。2024Q2 公司实现毛利率/净利率分别为 61.60%/5.29%，分别同比+1.99pct/-2.11pct，产品结构优化以及高毛利品牌销售占比提升带动整体毛利率上行。销售/管理/财务费用率分别同比+7.43pct/-1.87pct/+1.55pct。公司加大品牌投放宣传和品牌推广费用增加带动销售费用率大幅提升；此外可转债利息费用和汇兑损失增加导致财务费用提升；而公司内部组织优化和人员调整带动管理费用率有所下行。

营运能力保持稳定，经营性现金流受到推广费用影响下滑较多。公司上半年存货周转天数 172 天，同比增加 8 天；应收账款周转天数 34 天，同比增加 8 天，整体较为稳定。2024Q2 公司经营性现金流净额-0.47 亿元，去年同期为 0.23 亿，同比-304%，主要由于公司为下半年经营预付较多贷款和推广费用。

风险提示：宏观经济不及预期，销量增加不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：上半年公司持续推进自有品牌与 CP 品牌双业务驱动战略，自有品牌中，伊菲丹高奢品牌势能持续提升，其他品牌持续深化差异性赛道定位，不断完善公司多层次品牌矩阵布局。代理业务中，公司持续发挥水羊国际平台作用及团队品牌服务和管理能力，持续孵化优势品牌，实现业绩稳健发展。考虑到公司今年对于传统自有品牌调整转型以及新品牌的营销推广力度加大下，预计相关产品推广费用将有较大提升，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 3.05/3.59/3.93（原值为 4.05/4.95/5.75）亿元，对应 PE 分别为 15/13/12x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,722	4,493	4,546	4,853	5,164
(+/-%)	-5.7%	-4.9%	1.2%	6.8%	6.4%
净利润(百万元)	125	294	305	359	393
(+/-%)	-47.2%	135.8%	3.8%	17.5%	9.4%
每股收益(元)	0.32	0.75	0.78	0.92	1.01
EBIT Margin	3.6%	9.6%	8.9%	9.7%	9.9%
净资产收益率 (ROE)	7.2%	14.2%	12.9%	13.3%	12.8%
市盈率 (PE)	37.6	16.0	15.4	13.1	12.0
EV/EBITDA	33.0	13.8	12.2	10.3	8.9
市净率 (PB)	2.69	2.26	1.99	1.74	1.54

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

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	12.05 元
总市值/流通市值	4684/4306 百万元
52 周最高价/最低价	22.65/11.94 元
近 3 个月日均成交额	75.80 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

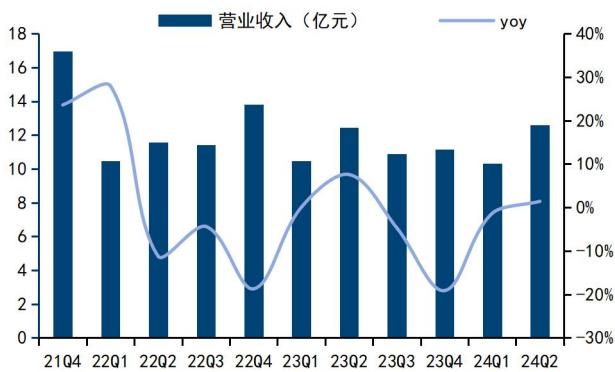
- 《水羊股份 (300740.SZ) —— 一季度扣非归母净利润同比增长 45%，伊菲丹表现持续亮眼》——2024-04-24
- 《水羊股份 (300740.SZ) —— 2023 年业绩预告增长 124%-156%，品牌运营效益进一步提升》——2024-01-19
- 《水羊股份 (300740.SZ) —— 单三季度业绩受非经因素影响有所承压，坚持双业务驱动模式》——2023-10-27
- 《水羊股份 (300740.SZ) —— 上半年归母净利润同比增长 72%，股权激励彰显经营信心》——2023-07-28
- 《水羊股份 (300740.SZ) —— 一季度归母净利润同比增长 25%，双业务布局驱动持续发展》——2023-05-03

上半年加大销售费用投放导致利润端有所承压。上半年公司实现营业收入 22.9 亿元,同比增长 0.14%;归母净利润 1.06 亿元,同比-25.74%;单 Q2 实现营收 12.61 亿元,同比+1.41%;实现归母净利 0.66 亿元,同比-27.17%;扣非归母净利润 0.66 亿元,同比-40.32%。公司整体营收基本持平,而高额品牌宣传和市场推广费用的支出导致利润有所承压。同时上半年由于外汇套保业务导致公司亏损 1751 万,目前远期合约已完全平仓,后续将不再产生相关影响。

分业务来看,自有品牌中,伊菲丹 Q2 预计收入增长 40%左右,较 Q1 有所放缓,我们利润率在品牌毛利率提升和销售费用率升高的基础上略有下滑。御泥坊仍处于品牌升级调整期,预计 Q2 收入仍较为承压,其他品牌除 PA 和 VAA 在低基数下实现增长外,预计 Q2 收入均下滑低双位数。

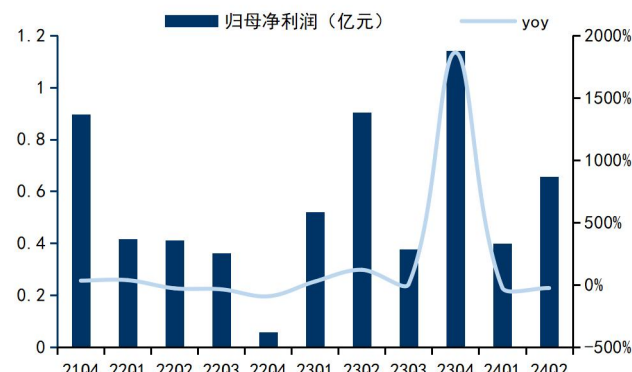
代理业务中,强生板块仍在经营调整预计收入仍处于下滑态势,但非强生板块表现较好,整体收入预计保持平稳水平。

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

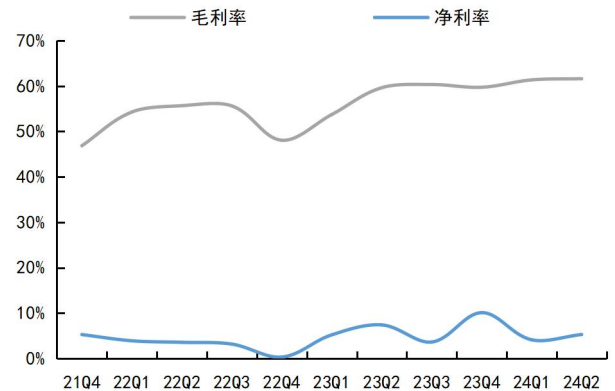
图2: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

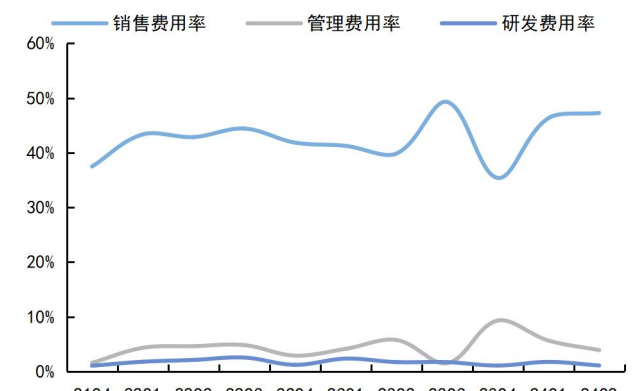
盈利能力方面, 2024Q2 实现毛利率/净利率分别为 61.60%/5.29%, 分别同比 +1.99pct/-2.11pct, 产品结构优化以及高毛利产品销售占比提升带动整体毛利率上行。销售/管理/研发费用率分别为 47.27%/3.90%/1.09%, 同比 +7.43pct/-1.87pct/-0.62pct。品牌宣传和市场推广费用增加带动销售费用率大幅提升, 而公司内部组织优化和人员调整带动管理和研发费用率下行。

图3: 公司单季度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

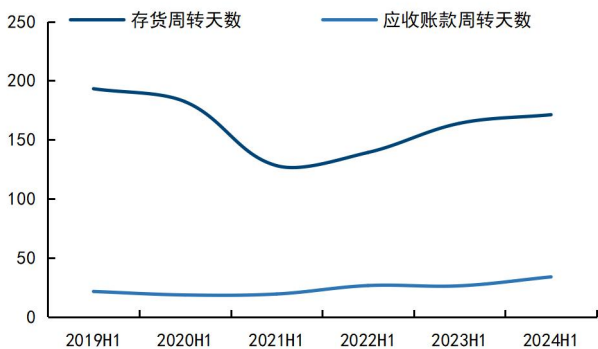
图4: 公司单季度费用率情况



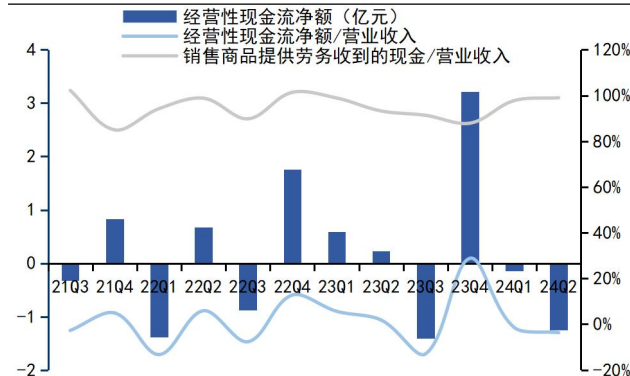
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

营运能力及现金流方面, 公司 2024 上半年存货周转天数 172 天, 同比增加 8 天;

应收账款周转天数 34 天，同比增加 8 天，整体较为稳定。2024Q2 公司经营性现金流净额为-0.47 亿元，去年同期为 0.23 亿，同比-304%，主要由于公司为下半年经营预付较多货款和费用。

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: 公司单季度现金流情况


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议:

上半年公司持续推进自有品牌与 CP 品牌双业务驱动战略，自有品牌中，伊菲丹高奢品牌势能持续提升，其他品牌持续深化差异性赛道定位，不断完善公司多层次品牌矩阵布局。代理业务中，公司持续发挥水羊国际平台作用及团队品牌服务和管理能力，持续孵化优势品牌，实现业绩稳健发展。考虑到公司今年对于传统自有品牌调整转型以及新品牌的营销推广力度加大下，预计相关品宣推广费用将有较大提升，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 3.05/3.59/3.93（原值为 4.05/4.95/5.75）亿元，对应 PE 分别为 15/13/12x，维持“优大于市”评级。

表1: 盈利预测主要调整项

	2024		2025		原因
	现值	原值	现值	原值	
营收增速	1.17%	4.67%	6.76%	6.23%	由于公司自有品牌除伊菲丹外大多均处于调整期，整体收入较为承压，预计今年全年将维持该趋势，明年预计在调整后将会有所好转。
销售费用率	45.81%	43.91%	46.07%	43.30%	由于整体线上获客成本提高，同时公司今年上半年投入较多品宣推广费用，带动上半年销售费用率上行，下半年预计仍有一定渠道销售费用投入，全年销售费用率仍处于高位，明年预计持续小幅度提升。

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2023-07-30)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%)	PEG	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)	(24E)	
300740.SZ	水羊股份	12.05	47	0.75	0.78	0.92	1.01	22.08	15.38	13.09	11.96	22.08	4.06	优大于市
300957.SZ	贝泰妮	45.46	193	1.79	2.40	2.79	3.13	38.16	18.95	16.28	14.54	12.91	0.55	优大于市
603605.SH	珀莱雅	87.55	347	3.01	3.77	4.57	5.39	33.03	23.22	19.17	16.25	27.45	0.92	优大于市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	346	554	468	450	485	营业收入	4722	4493	4546	4853	5164
应收款项	369	466	299	319	340	营业成本	2214	1868	1755	1847	1958
存货净额	899	795	455	469	493	营业税金及附加	24	23	18	19	21
其他流动资产	157	240	182	194	207	销售费用	2033	1858	2082	2236	2387
流动资产合计	1870	2315	1663	1693	1784	管理费用	194	235	223	219	225
固定资产	988	859	1521	1954	1966	研发费用	89	77	62	60	59
无形资产及其他	256	260	250	239	229	财务费用	38	65	47	49	44
投资性房地产	515	660	660	660	660	投资收益	(3)	16	0	0	0
长期股权投资	20	20	20	20	20	资产减值及公允价值变动	41	26	7	7	0
资产总计	3649	4115	4115	4567	4660	其他收入	(23)	(63)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	790	467	400	498	200	营业利润	146	347	365	429	469
应付款项	361	280	159	164	172	营业外净收支	(2)	0	0	0	0
其他流动负债	289	299	198	208	220	利润总额	144	347	365	429	469
流动负债合计	1441	1046	757	870	592	所得税费用	21	48	55	64	70
长期借款及应付债券	442	972	972	972	972	少数股东损益	(2)	5	5	6	6
其他长期负债	27	22	22	22	22	归属于母公司净利润	125	294	305	359	393
长期负债合计	470	994	994	994	994	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1910	2040	1751	1864	1587	净利润	125	294	305	359	393
少数股东权益	(6)	(1)	3	9	14	资产减值准备	12	26	33	21	7
股东权益	1744	2076	2360	2693	3059	折旧摊销	31	55	123	164	191
负债和股东权益总计	3649	4115	4115	4567	4660	公允价值变动损失	(41)	(26)	(7)	(7)	0
关键财务与估值指标						财务费用	38	65	47	49	44
每股收益	0.32	0.75	0.78	0.92	1.01	营运资本变动	(155)	(274)	376	(11)	(29)
每股红利	0.08	0.19	0.05	0.06	0.07	其它	(13)	(22)	(28)	(15)	(1)
每股净资产	4.48	5.33	6.06	6.91	7.85	经营活动现金流	(41)	53	802	510	561
ROIC	4.50%	10.50%	9%	10%	10%	资本开支	0	26	(800)	(600)	(200)
ROE	7.15%	14.17%	13%	13%	13%	其它投资现金流	(60)	(161)	0	0	0
毛利率	53%	58%	61%	62%	62%	投资活动现金流	(74)	(135)	(800)	(600)	(200)
EBIT Margin	4%	10%	9%	10%	10%	权益性融资	9	693	0	0	0
EBITDA Margin	4%	11%	12%	13%	14%	负债净变化	313	(85)	0	0	0
收入增长	-6%	-5%	1%	7%	6%	支付股利、利息	(31)	(76)	(21)	(25)	(27)
净利润增长率	-47%	136%	4%	18%	9%	其它融资现金流	(551)	(83)	(67)	98	(298)
资产负债率	52%	50%	43%	41%	34%	融资活动现金流	21	290	(89)	73	(325)
股息率	0.7%	1.6%	0.5%	0.5%	0.6%	现金净变动	(94)	208	(87)	(18)	35
P/E	37.6	16.0	15.4	13.1	12.0	货币资金的期初余额	440	346	554	468	450
P/B	2.7	2.3	2.0	1.7	1.5	货币资金的期末余额	346	554	468	450	485
EV/EBITDA	33.0	13.8	12.2	10.3	8.9	企业自由现金流	0	180	43	(47)	399
						权益自由现金流	0	12	(64)	9	63

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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提及的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