



## 增持(维持)

所属行业: 美容护理/化妆品  
当前价格(元): 12.01

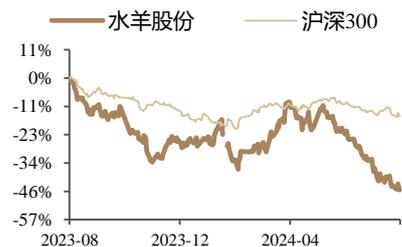
### 证券分析师

易丁依

资格编号: S0120523070004

邮箱: yidy@tebon.com.cn

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-18.52	-30.06	-32.63
相对涨幅(%)	-16.00	-24.59	-26.53

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

### 相关研究

- 《水羊股份: 24Q1 扣非+45%, 稀缺品牌伊菲丹延续高增长》, 2024.5.5
- 《水羊股份: “自有+代理” 双业务、多品牌驱动长期发展》, 2023.12.25

# 水羊股份: 24H1 利润承压, 多维推广增加伊菲丹品牌势能

### 投资要点

- 水羊股份加大销售费用投放, H1 利润承压。(1) 24H1:** 实现营收 22.9 亿/yoy+0.14%, 归母净利润 1.06 亿/yoy-25.74%; 毛利率为 61.5%/+4.6pcts, 业务结构变化, 高毛利产品销售占比提升; 销售费用率为 46.8%/+6.4pcts, 公司推广费用增加, 重点投向伊菲丹、PA 等优势品牌, 增加伊菲丹品牌代言人、奥运会品牌宣传前置投放; 管理费用率为 4.7%/-0.3pcts; 研发费用率 1.4%/-0.6pcts; 远期外汇合约到期平仓亏损导致投资收益亏损 4253 万, 同时带来公允价值变动损益 2467 万元, 目前套期保值业务已经全部结束; 多重因素导致上半年净利润承压。**(2) 24Q2:** 实现营收 12.6 亿/yoy+1.41%, 实现归母净利润 0.66 亿/yoy-27.17%, 扣非归母净利润 0.6 亿/yoy-40.32%。
- 伊菲丹高端品牌资产极具稀缺性, H1 延续高增长。**在宏观环境略有疲软背景下, 伊菲丹仍保持较高增速, **(1) 产品端:** 大单品超面及超级 CP 保持高增长; 第二大单品精华防晒翻倍增速, 超级面膜、精华防晒两大单品在小红书高奢人群渗透率位列 TOP1; 超面二代海外上市、用户反馈较好, 预估 24Q4 中国上新; 海外市场的臻金系列、亮白系列、身体系列、香氛等产品有望陆续引进中国。**(2) 渠道端:** 国内市场仍保持较高增速, 24H1 在抖音上位列高端护肤 top10, 线下的直营店、高奢百货、高奢酒店、SPA、免税等渠道同增 100%, 未来将持续加大线下专柜投入, 中国区线下直营门店 24H1 同增 418%, 杭州银泰、合肥银泰、武汉 SKP 专柜表现较好, 正在筹备深圳、西安多家店铺。我们认为伊菲丹体量仍较小, 品牌资产具有稀缺性, 当前通过多重措施增加曝光, 看好品牌长期空间。
- 打造自主品牌+CP 品牌多层次品牌矩阵。(1) 御泥坊:** 5 月份完成品牌升级, 开创“2+3 东方肌肤方程式”品牌理念, 受到消费者回购老品+宏观环境影响+消费力减弱等因素, 未对新品加大推广, 但品牌升级及产品规划清晰, 看好未来品牌表现。**(2) PA 品牌:** 聚焦“法国院线修护”心智, 持续构建产品梯队, 品牌客单价有效提升。**(3) 其他自有品牌:** 大水滴、御、VAA 等持续强化品牌心智。**(4) 代理品牌体系:** 原强生业务板块受外部环境叠加中国战略调整, 该项业务出现较大幅度下滑; 美斯蒂克通过明星代言、多重渠道建设等策略, 品牌营收翻倍增长; ESI 同比增速超 100%。
- 投资建议:** 自有品牌 EDB 增势良好, 高奢属性持续提升高奢人群渗透率; 御泥坊焕新升级, PA 品牌高增长, 储备多个品牌矩阵。代理业务: 独创“cp”模式, 细分品类品牌有望完善布局。调整公司 2024-2026 年营收为 45.75 亿/50.46 亿/54.80 亿(原 51.22 亿/58.89 亿/66.55 亿), 归母净利润 2.90 亿/3.81 亿/4.54 亿(原 3.80 亿/4.68 亿/5.48 亿), 对应 PE 分别为 16.1X/12.3X/10.3X, 维持“增持”评级。
- 风险提示:** 化妆品行业景气度下降风险; 化妆品行业竞争加剧风险; 战略推进不及预期风险; 新产品推广情况不及预期。

### 股票数据

总股本(百万股):	388.68
流通 A 股(百万股):	357.38
52 周内股价区间(元):	12.01-21.88
总市值(百万元):	4,668.01
总资产(百万元):	4,063.75
每股净资产(元):	5.28

资料来源: 公司公告

### 主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,722	4,493	4,575	5,046	5,480
(+/-)YOY(%)	-5.7%	-4.9%	1.8%	10.3%	8.6%
净利润(百万元)	125	294	290	381	454
(+/-)YOY(%)	-47.1%	135.4%	-1.4%	31.4%	19.2%
全面摊薄 EPS(元)	0.32	0.76	0.75	0.98	1.17
毛利率(%)	53.1%	58.4%	61.1%	62.0%	62.5%
净资产收益率(%)	7.2%	14.2%	12.5%	14.1%	14.4%

资料来源: 公司年报(2022-2023), 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.76	0.75	0.98	1.17
每股净资产	5.33	5.97	6.95	8.12
每股经营现金流	0.67	1.40	0.82	1.94
每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	21.93	16.10	12.25	10.28
P/B	3.13	2.01	1.73	1.48
P/S	1.04	1.02	0.93	0.85
EV/EBITDA	15.23	11.00	8.64	6.57
股息率%	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	58.4%	61.1%	62.0%	62.5%
净利润率	6.6%	6.2%	7.4%	8.2%
净资产收益率	14.2%	12.5%	14.1%	14.4%
资产回报率	7.1%	6.7%	7.9%	8.7%
投资回报率	9.9%	9.5%	10.8%	11.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-4.9%	1.8%	10.3%	8.6%
EBIT 增长率	151.8%	2.0%	25.9%	17.7%
净利润增长率	135.4%	-1.4%	31.4%	19.2%
偿债能力指标				
资产负债率	49.6%	46.6%	44.1%	40.1%
流动比率	2.2	2.4	2.6	3.0
速动比率	1.2	1.5	1.6	2.1
现金比率	0.5	0.9	0.9	1.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	29.2	30.0	29.0	28.0
存货周转天数	163.2	150.0	145.0	138.0
总资产周转率	1.1	1.1	1.0	1.0
固定资产周转率	5.3	5.2	5.5	5.9

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	294	290	381	454
少数股东损益	5	-4	-6	-7
非现金支出	128	70	78	87
非经营收益	37	46	46	46
营运资金变动	-202	143	-179	173
经营活动现金流	262	544	320	753
资产	-112	-130	-129	-129
投资	-172	0	0	0
其他	3	0	0	0
投资活动现金流	-281	-130	-129	-129
债权募资	-412	0	0	0
股权募资	693	0	0	0
其他	-90	-91	-46	-46
融资活动现金流	192	-91	-46	-46
现金净流量	179	323	144	578

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 8 月 2 日  
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,493	4,575	5,046	5,480
营业成本	1,868	1,782	1,918	2,055
毛利率%	58.4%	61.1%	62.0%	62.5%
营业税金及附加	23	23	25	27
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	1,858	2,059	2,258	2,439
营业费用率%	41.3%	45.0%	44.8%	44.5%
管理费用	235	238	260	279
管理费用率%	5.2%	5.2%	5.1%	5.1%
研发费用	77	82	88	93
研发费用率%	1.7%	1.8%	1.8%	1.7%
EBIT	406	414	522	614
财务费用	65	75	75	81
财务费用率%	1.4%	1.6%	1.5%	1.5%
资产减值损失	-40	-8	-10	-14
投资收益	16	0	0	0
营业利润	347	332	436	520
营业外收支	0	0	1	1
利润总额	347	332	437	520
EBITDA	485	476	589	687
所得税	48	47	61	73
有效所得税率%	13.9%	14.0%	14.0%	14.0%
少数股东损益	5	-4	-6	-7
归属母公司所有者净利润	294	290	381	454

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	554	877	1,022	1,599
应收账款及应收票据	404	359	454	398
存货	795	690	855	720
其它流动资产	562	547	570	569
流动资产合计	2,315	2,474	2,900	3,287
长期股权投资	20	20	20	20
固定资产	845	883	912	934
在建工程	14	22	31	39
无形资产	260	275	289	302
非流动资产合计	1,800	1,860	1,912	1,955
资产总计	4,115	4,334	4,812	5,243
短期借款	232	232	232	232
应付票据及应付账款	280	253	333	295
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	534	539	562	583
流动负债合计	1,046	1,024	1,127	1,110
长期借款	358	358	358	358
其它长期负债	637	637	637	637
非流动负债合计	994	994	994	994
负债总计	2,040	2,019	2,121	2,104
实收资本	390	390	390	390
普通股股东权益	2,076	2,321	2,702	3,156
少数股东权益	-1	-5	-11	-18
负债和所有者权益合计	4,115	4,334	4,812	5,243

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

易丁依，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	买入	相对强于市场表现 20%以上；
	增持	相对强于市场表现 5%~20%；
	中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	相对弱于市场表现 5%以下。
<b>行业投资评级</b>	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
	弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。