

水羊股份 (300740.SZ) 主动战略调整业绩承压, 关注高端美妆品牌矩阵潜力

2024 年 10 月 31 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

黄泽鹏 (分析师)

初敏 (分析师)

程婧雅 (联系人)

huangzepeng@kysec.cn

chumin@kysec.cn

chengjingya@kysec.cn

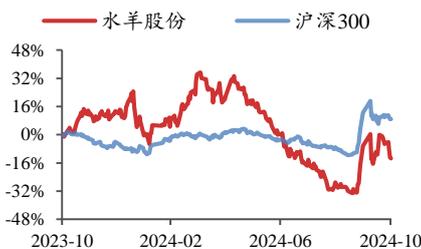
证书编号: S0790519110001

证书编号: S0790522080008

证书编号: S0790123070033

日期	2024/10/31
当前股价(元)	12.65
一年最高最低(元)	20.55/9.60
总市值(亿元)	49.12
流通市值(亿元)	45.21
总股本(亿股)	3.88
流通股本(亿股)	3.57
近 3 个月换手率(%)	169.03

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《加大费用投放致 H1 利润下滑, 看好后续效果释放——公司信息更新报告》-2024.7.31

《扣非归母净利润高增, 把握 EDB 小众至广为人知机遇 ——公司信息更新报告》-2024.4.25

《归母净利润翻倍以上增长, 强品牌运营能力持续显现——公司信息更新报告》-2024.1.19

● 公司战略收缩调整致短期业绩承压, 确立高端美妆战略新启航

2024Q3 公司实现营收 7.5 亿元/yoy-30.9%, 归母净利-0.1 亿元/yoy-130.4%, 2024Q1-Q3 公司营收 30.5 亿元/yoy-9.8%, 归母净利 0.9 亿元/yoy-47.6%, 扣非归母净利 1.1 亿元/yoy-44.8%。公司主动收缩御泥坊线下渠道, 同时对盈利不佳的代运营品牌、大众自有品牌进行收缩和调整, 且科赴中国(原强生)业务持续下滑影响当期业绩。考虑到公司资源重新配置需要时间, 我们下调盈利预测, 预计公司 2024-2026 年归母净利 1.9/2.9/3.7 (前值 3.4/4.1/5) 亿元, yoy-34.4%/+50.9%/+27.4%, 对应 EPS 为 0.5/0.75/0.95 元, 当前股价对应 PE 为 25.6/17/13.3 倍, 看好公司高端美妆战略带动业绩健康增长, 维持“买入”评级。

● 业务结构优化带动毛利率持续提升, 费用前置投放为 Q4 增长蓄力

高毛利品牌占比提升带动毛利率创历史新高: 2024Q3 公司毛利率/净利率 68%/-1.5%, yoy+7.67pct/-5.12pct, 2024Q1-Q3 毛利率/净利率 63.1%/3.2%, yoy+5.08pct/-2.29pct。2024 年以来伊菲丹在天猫、京东日销增速超 50%, 抖音自播板块增速超 50%, 线下入驻多家高端百货, 已开店面业绩均排名商场前 1/3, 品牌势能持续提升。费用率: 2024Q3 销售/管理/研发/财务费用率 57.4%/5.3%/3.4%/2.1%, yoy+8.17pct/+3.73pct/+1.7pct/+0.05pct。公司 Q4 及双 11 销售费用前置、收入端下滑致销售费用率上升。

● 高奢品牌矩阵初步成型, 期待主动渠道品牌调整后打开高奢品牌增长空间

公司确立全球化新晋高奢美妆品牌管理集团的战略定位, 近期收购美国院线高奢护肤品牌 R éVive, EDB+PA+R éVive 高奢品牌矩阵初步成型。R éVive 全球 GMV: 约 7000 万-8000 万美元, 区域占比: 北美 60%/欧洲 20%/中国大陆 10%左右, 价格带: 300 美元左右, 最高单品价格达 2000 美元。PA: 已收购剩余股权, 并取得一间法国工厂, 2024 年实现几何式增长, 新产品线即将推出, 有望复用伊菲丹成功经验, 验证公司高奢品牌打造能力。EDB: 据久谦数据, 2024 年 1-9 月天猫+京东+抖音 GMV/yoy+49%, 消费大环境承压下伊菲丹增长韧性明显。

● 风险提示: 新品牌孵化风险、营销费用管控不及预期、行业竞争加剧等。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,722	4,493	4,061	4,506	4,903
YOY(%)	-5.7	-4.9	-9.6	11.0	8.8
归母净利润(百万元)	125	294	193	291	371
YOY(%)	-47.1	135.4	-34.4	50.9	27.4
毛利率(%)	53.1	58.4	62.5	63.5	64.5
净利率(%)	2.6	6.5	4.8	6.5	7.6
ROE(%)	7.1	14.4	8.6	11.6	13.0
EPS(摊薄/元)	0.32	0.76	0.50	0.75	0.95
P/E(倍)	39.6	16.8	25.6	17.0	13.3
P/B(倍)	2.8	2.5	2.3	2.0	1.8

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1870	2315	2181	2542	2332
现金	346	554	1064	556	1017
应收票据及应收账款	325	404	58	490	142
其他应收款	44	62	34	73	44
预付账款	76	121	57	140	74
存货	899	795	588	904	676
其他流动资产	180	379	379	379	379
非流动资产	1786	1800	1743	1793	1861
长期投资	20	20	20	19	18
固定资产	625	845	757	751	748
无形资产	256	260	305	347	397
其他非流动资产	884	674	662	676	698
资产总计	3656	4115	3924	4335	4193
流动负债	1441	1046	910	1233	925
短期借款	708	232	232	368	232
应付票据及应付账款	361	280	175	355	171
其他流动负债	371	534	503	510	522
非流动负债	476	994	786	603	423
长期借款	442	972	764	580	401
其他非流动负债	34	22	22	22	22
负债合计	1917	2040	1697	1836	1349
少数股东权益	-6	-1	-2	-3	-3
股本	389	390	390	390	390
资本公积	496	494	494	494	494
留存收益	897	1152	1323	1573	1879
归属母公司股东权益	1745	2076	2230	2501	2848
负债和股东权益	3656	4115	3924	4335	4193

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	18	262	870	-260	976
净利润	123	299	192	290	370
折旧摊销	37	67	86	92	77
财务费用	38	65	54	56	48
投资损失	3	-16	-7	-8	-7
营运资金变动	-175	-203	541	-694	483
其他经营现金流	-9	50	5	4	5
投资活动现金流	-646	-281	-19	-128	-132
资本支出	293	178	30	142	146
长期投资	-48	-172	1	1	1
其他投资现金流	-305	70	11	13	13
筹资活动现金流	528	192	-341	-256	-247
短期借款	185	-476	0	136	-136
长期借款	313	530	-208	-184	-179
普通股增加	-22	1	0	0	0
资本公积增加	-173	-2	0	0	0
其他筹资现金流	225	139	-133	-208	68
现金净增加额	-91	179	510	-644	597

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	4722	4493	4061	4506	4903
营业成本	2214	1868	1525	1645	1742
营业税金及附加	24	23	21	24	25
营业费用	2033	1858	1953	2127	2305
管理费用	194	235	207	237	258
研发费用	89	77	74	82	90
财务费用	38	65	54	56	48
资产减值损失	-16	-40	-20	-18	-25
其他收益	16	23	14	17	17
公允价值变动收益	25	-14	2	3	4
投资净收益	-3	16	7	8	7
资产处置收益	0	4	1	1	2
营业利润	146	347	223	337	430
营业外收入	0	2	2	2	1
营业外支出	2	2	1	1	2
利润总额	144	347	223	337	430
所得税	21	48	31	47	60
净利润	123	299	192	290	370
少数股东损益	-2	5	-1	-1	-1
归属母公司净利润	125	294	193	291	371
EBITDA	243	476	330	448	521
EPS(元)	0.32	0.76	0.50	0.75	0.95

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-5.7	-4.9	-9.6	11.0	8.8
营业利润(%)	-47.7	137.9	-35.7	51.2	27.6
归属于母公司净利润(%)	-47.1	135.4	-34.4	50.9	27.4
获利能力					
毛利率(%)	53.1	58.4	62.5	63.5	64.5
净利率(%)	2.6	6.5	4.8	6.5	7.6
ROE(%)	7.1	14.4	8.6	11.6	13.0
ROIC(%)	5.9	10.0	6.1	8.4	10.4
偿债能力					
资产负债率(%)	52.4	49.6	43.2	42.4	32.2
净负债比率(%)	51.1	42.8	5.9	23.7	-6.3
流动比率	1.3	2.2	2.4	2.1	2.5
速动比率	0.6	1.2	1.6	1.1	1.6
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.2	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	15.6	12.3	17.6	16.4	15.5
应付账款周转率	9.5	6.2	7.9	7.0	7.5
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.76	0.50	0.75	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	0.05	0.67	2.24	-0.67	2.51
每股净资产(最新摊薄)	4.49	5.11	5.51	6.21	7.10
估值比率					
P/E	39.6	16.8	25.6	17.0	13.3
P/B	2.8	2.5	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	23.6	11.7	14.6	11.8	8.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2 / 4

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn