



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

买入 (维持)

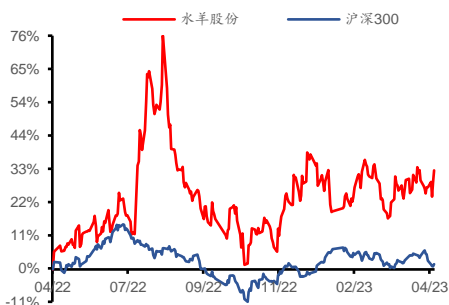
行业: 美容护理
日期: 2023年04月28日

分析师: 王盼
Tel: 021-53686243
E-mail: wangpan@shzq.com
SAC 编号: S0870523030001

基本数据

最新收盘价 (元)	14.54
12mth A 股价格区间 (元)	11.16-19.36
总股本 (百万股)	389.38
无限售 A 股/总股本	91.42%
流通市值 (亿元)	51.76

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告:

《“品牌+代理”双轮驱动，焕新升级构建美妆全生态》

——2022年11月25日

23Q1 净利润同增 25%，品牌焕新蓄力成长

■ 投资摘要

事件概述

4月27日，公司发布22年年报及23年一季报。22年公司实现营收47.22亿元，同降5.74%；归母净利润1.25亿元，同降47.22%；扣非归母净利润0.97亿元，同降55.05%，其中22Q4营收13.80亿元，同降18.72%；归母净利润0.06亿元，同降93.52%。23Q1营收10.46亿元，同增0.05%；归母净利润0.52亿元，同增25.38%；扣非归母净利润0.37亿元，同增10.97%。

分析与判断

22 年业绩承压，23Q1 归母净利润同增 25%。受外部不良因素影响及公司自有品牌升级暂未实现充分效益，同时，公司为长远发展储备人才，人力成本增加，研发投入加大，22 年业绩承压。23Q1 营收微增 0.05%，归母净利润同增 25%+，公司在外部不利因素减弱等背景下经营逐渐好转回正。22 年公司毛利率/净利率分别 53.12%/2.60%，同比 +1.05pcts/-2.1pcts，分品类看，水乳膏霜毛利率高增，占比持续提升。22 年水乳膏霜毛利率为 48.84%，同增 6.13pcts，同比显著提升。该品类实现营收 35.12 亿元，同增 8.43%，占比从 18 年的 37.46% 提升 36.91pcts 至 22 年的 74.37%，高毛利品类占比提升拉动整体毛利率提升。

研发投入占比持续增长，全方位赋能产品品牌。公司 22 年销售/管理/研发费用率分别为 43.05%/5.99%/1.88%，同比 +2.5pcts/+0.81pcts/+0.56pcts。23Q1 毛利率/净利率分别 53.71%/5.21%，同比 +1.05pcts/-2.1pcts；销售/管理/研发费用率分别为 41.25%/6.49%/2.35%，同比 -2.09pcts/+0.38pcts/+0.57pcts。研发投入占比持续增长，坚持技术创新，深耕产品研发与专业领域。公司先后在上海、长沙建立科学研究中心，拥有研发团队 300 余人，与多所大学及机构开展持续且深入的合作，掌握多项独有技术和产品配方，通过参与起草国家行业标准、开放基础研究平台、研发独有原料、配方三代一体四个维度实现研发赋能产品、产品赋能品牌。

自有品牌优化升级，代理业务稳步增长，自有+代理双轮驱动。公司自有+代理品牌矩阵初步形成，**自有品牌方面**，“御泥坊”、“EVIDENS DE BEAUTÉ” (EDB)、“大水滴”、“小迷糊”、“御”、“花瑶花”、“VAA”、“HPH” 等多个品牌各自定位不同细分品类，产品品类覆盖面膜、水乳膏霜、彩妆、清洁洗护等，满足客户的多元化需求。**代理品牌方面**，公司于 18 年推出独立开放平台“水羊国际”，通过在中国市场的全域服务能力及深度孵化品牌和溢价能力，为海外进入中国市场的美妆品牌提供资本、品牌、产品等多维度的赋能，在市场、销售、渠道等维度提供全方位解决方案。

自有品牌方面，御泥坊推进品牌升级、优化产品体系、深耕渠道运营、丰富品牌内涵。品牌深耕盛唐文化，升级用户触点体验，塑造品牌心智；构建全新产品体系，新品占比逐步提升，微 800 玻尿酸次抛精华、微 400 抗衰精华等高客单产品拉动高价格带提升。**大水滴**专注

熬夜护肤细分赛道，推出 22 点基础护理、0 点密集护理及 3 点紧急护理的产品体系，大单品祛痘精华销售量超 200 万瓶，品牌实现快速破圈，年增速超 1400%。小迷糊品牌定位于年轻肌科学护理专家，单品洁颜蜜 22 年 5 月上线即获消费者高度认可。男士护肤品牌全线升级为“御”，精准定位专研男士压力肌肤，22 年品牌客单提升 180%，已正式迈入中端品牌梯队。22 年收购日法高奢护肤品牌 EDB（伊菲丹），完成对法国敏感肌院线品牌 Pier Augé 的投资，海外收购进一步提升公司高端线建设，丰富品牌矩阵，推动公司国际化长远稳健发展。

代理品牌方面，与强生合作进入良性发展轨道，业绩稳步增长，多品牌持续表现优异。城野医生、377 面霜、抗初老先锋品牌露得清、国民经典品牌大宝线上销售突出，漱口水品牌李施德林、专业生发品牌 Rogaine、母婴品牌强生婴儿等其他代理品牌增长亮眼，锚定不同细分赛道，形成公司代理品牌多梯队矩阵。

■ 投资建议

消费者对于美护产品功效性诉求持续提升，对于小众品牌的关注度也在逐渐提高。水羊股份已逐渐形成自主+代理品牌双轮驱动格局，业绩重回增长快车道。一方面通过投资并购不断扩大业务范围，向大向美发展，收购 Pier Augé 中国业务、收购高端品牌伊菲丹、入股青颜健康等，不断丰富公司产品线广度与深度；另一方面进行自主品牌焕新升级，积极搭建自有平台渠道，发力私域运营，并取得良好成效，旗下平台“水羊潮妆”、“水羊直供”发展势头良好。预计公司 2023-2025 年营收分别为 58.68、68.93、80.16 亿元，分别同增 24.3%、17.5%、16.3%；归母净利润分别为 2.32、3.08、3.80 亿元，分别同增 85.7%、33.0%、23.4%。对应 EPS 为 0.60、0.79、0.98 元/股，对应 PE 为 24、18、15 倍。维持“买入”评级。

■ 风险提示

收购整合风险，平台发展不及预期风险，品牌升级不及预期风险，产品需求不及预期风险。

■ 数据预测与估值

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4722	5868	6893	8016
年增长率	-5.7%	24.3%	17.5%	16.3%
归母净利润	125	232	308	380
年增长率	-47.2%	85.7%	33.0%	23.4%
每股收益（元）	0.32	0.60	0.79	0.98
市盈率（X）	45.37	24.43	18.36	14.88
市净率（X）	3.25	2.87	2.48	2.12

资料来源：Wind，上海证券研究所（2023 年 04 月 27 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	346	204	-27	6
应收票据及应收账款	325	333	461	472
存货	899	1002	1222	1372
其他流动资产	300	336	378	388
流动资产合计	1870	1875	2034	2237
长期股权投资	20	28	37	47
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	625	797	971	1122
在建工程	363	392	415	413
无形资产	256	348	455	571
其他非流动资产	515	671	852	1044
非流动资产合计	1779	2236	2730	3196
资产总计	3649	4110	4763	5434
短期借款	708	888	1084	1273
应付票据及应付账款	361	368	461	504
合同负债	33	30	38	44
其他流动负债	338	387	439	494
流动负债合计	1441	1673	2021	2316
长期借款	442	442	442	442
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	27	27	27	27
非流动负债合计	470	470	470	470
负债合计	1910	2143	2491	2785
股本	389	389	389	389
资本公积	496	496	496	496
留存收益	897	1128	1437	1817
归属母公司股东权益	1744	1976	2284	2665
少数股东权益	-6	-8	-12	-17
股东权益合计	1739	1968	2272	2648
负债和股东权益合计	3649	4110	4763	5434

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	18	249	226	515
净利润	123	229	305	376
折旧摊销	51	119	162	207
营运资金变动	-169	-95	-237	-65
其他	13	-4	-4	-3
投资活动现金流量	-646	-572	-653	-670
资本支出	-290	-567	-648	-664
投资变动	-353	-8	-9	-10
其他	-3	4	4	3
筹资活动现金流量	528	180	196	189
债权融资	555	180	196	189
股权融资	14	0	0	0
其他	-40	0	0	0
现金净流量	-91	-143	-231	33

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4722	5868	6893	8016
营业成本	2214	2748	3225	3718
营业税金及附加	24	27	32	38
销售费用	2033	2496	2907	3391
管理费用	194	238	272	312
研发费用	89	109	122	143
财务费用	38	0	0	0
资产减值损失	-16	0	0	0
投资收益	-3	4	4	3
公允价值变动损益	25	0	0	0
营业利润	146	269	359	442
营业外收支净额	-2	0	0	0
利润总额	144	269	359	442
所得税	21	40	54	66
净利润	123	229	305	376
少数股东损益	-2	-3	-4	-5
归属母公司股东净利润	125	232	308	380

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	53.1%	53.2%	53.2%	53.6%
净利率	2.6%	3.9%	4.5%	4.7%
净资产收益率	7.2%	11.7%	13.5%	14.3%
资产回报率	3.4%	5.6%	6.5%	7.0%
投资回报率	4.6%	6.7%	7.7%	8.4%
成长能力指标				
营业收入增长率	-5.7%	24.3%	17.5%	16.3%
EBIT 增长率	-46.9%	64.6%	33.8%	23.6%
归母净利润增长率	-47.2%	85.7%	33.0%	23.4%
每股指标 (元)				
每股收益	0.32	0.60	0.79	0.98
每股净资产	4.48	5.07	5.87	6.84
每股经营现金流	0.05	0.64	0.58	1.32
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	1.29	1.43	1.45	1.48
应收账款周转率	14.55	17.62	14.94	17.02
存货周转率	2.46	2.74	2.64	2.71
偿债能力指标				
资产负债率	52.4%	52.1%	52.3%	51.3%
流动比率	1.30	1.12	1.01	0.97
速动比率	0.57	0.41	0.30	0.27
估值指标				
P/E	45.37	24.43	18.36	14.88
P/B	3.25	2.87	2.48	2.12
EV/EBITDA	32.02	17.92	14.13	11.56

资料来源: Wind, 上海证券研究所

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资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断