

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

增持

核心观点

22 年受多因素影响承压，一季度利润端已有改善。公司 2022 年实现收入 47.2 亿元，同比-5.7%，归母净利润 1.3 亿元，同比-47.2%，主要受外部疫情等不利因素影响，同时自有品牌升级暂未充分实现效益。23 年 Q1 收入 10.5 亿元，同比+0.05%，实现归母净利润 0.5 亿元，同比+25.4%，扣非+11.0%，随着外部影响因素逐渐消散，公司依托“2+N”品牌矩阵，实现稳步复苏。

分业务看：自有品牌贡献高利润占比，代理业务稳步发展。具体来看，1) 自有品牌板块，23 年 Q1 约占收入端 40%，但利润端超 60%，整体毛利率约 69%。其中主品牌御泥坊受到外部因素影响品牌升级不及预期，但 2022 年仍保持盈利，未来将进一步推进品牌升级、优化产品体系；去年收购的 EDB 持续保持高增速，22 年实现收入 3345 万元，净利润 2397 万元；大水滴 22 年增长超过 700%。2) 代理业务板块，22 年整体表现稳健，今年 Q1 强生业务由于在进行产品结构调整，毛利率有所下滑，除强生外代理业务在 Q1 继续实现增长 25%。未来公司将持续“1+5+N”代理结构，实现业务端全方位覆盖。

分渠道看：22 年线上实现收入 42.68 亿元/同比-3.38%，其中抖音平台表现优异，实现收入 7.06 亿元/+113.69%。线下渠道收入 4.55 亿元/同比-23.35%。**分产品来看，**22 年水乳膏霜/面膜/品牌管理服务营收分别同比+8.45%/-36.32%/-16.97%，占比分别为 74.37%/19.17%/5.80%。

盈利水平有所下滑，研发投入不断加大。2022 年毛利率同比+1.05pct；销售/管理/研发费用率分别同比+2.54pct/+0.25pct/0.56pct。23Q1 毛利率同比-0.55pct，销售/管理/研发费用率同比-2.09pct/-0.19pct/+0.57pct，整体公司毛利水平较为平稳，费用率在今年 Q1 已有所优化好转。未来公司将持续加大研发投入，2022 年研发人员数量同比增加 54%至 347 人，23 年 Q1 公司经营性现金流净额 0.59 亿元，较去年同期已实现回正。

风险提示：疫情反复，销量增加不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：公司 2022 年业绩受到疫情外部因素影响，但今年一季度已有改善。未来公司将坚持以自有品牌加代理品牌双驱动的业务布局。通过不断技术创新，深耕产品研发，赋能自有品牌长期发展；同时依托多年在国内市场积累的全域服务能力，为海外品牌代理业务实现持续增长。我们考虑疫情外部原因对公司影响较大，自有品牌御泥坊转型未达预期，以及代理品牌强生正在进行产品结构调整，下调公司 2023-2024 年并新增 2025 盈利预测为 2.19/2.93/3.62 亿元，对应 PE 为 26/19/16x，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,010	4,722	5,681	6,670	7,583
(+/-%)	34.9%	-5.7%	20.3%	17.4%	13.7%
净利润(百万元)	236	125	219	293	362
(+/-%)	68.5%	-47.2%	75.8%	33.4%	23.8%
每股收益(元)	0.57	0.32	0.56	0.75	0.93
EBIT Margin	6.0%	3.6%	5.4%	6.2%	6.6%
净资产收益率 (ROE)	14.8%	7.2%	11.3%	13.2%	14.2%
市盈率 (PE)	25.3	45.3	25.8	19.3	15.6
EV/EBITDA	22.6	37.9	19.2	14.6	11.9
市净率 (PB)	3.74	3.24	2.90	2.55	2.21

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

联系人：孙乔蓉若

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980517070001

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	
收盘价	14.54 元
总市值/流通市值	5662/5176 百万元
52 周最高价/最低价	20.02/10.92 元
近 3 个月日均成交额	118.98 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) - 多因素影响导致三季度业绩承压，多品牌布局持续推进》——2022-10-31
- 《水羊股份 (300740.SZ) - 疫情影响短期业绩，品牌升级及多品牌布局夯实长期发展》——2022-08-14
- 《水羊股份 (300740.SZ) - 外延完善中高端品牌布局，“四双战略”持续深化》——2022-07-19
- 《水羊股份 (300740.SZ) - 双业务驱动高效增长，盈利能力持续改善》——2022-04-29
- 《水羊股份-300740-2021 年三季报点评：业绩实现稳健高增，“四双”战略持续推进》——2021-10-30

一季度利润端已实现较快增长。公司 2022 年实现收入 47.22 亿元。同比-5.74%，归母净利润 1.25 亿元，同比-47.22%。去年公司受到疫情外部不良因素的影响较大，同时公司自有品牌升级暂未实现充分效益，整体业绩承压明显。

公司 23Q1 实现收入 10.46 亿元，同比略增 0.05%，实现归母净利润 0.52 亿元，同比+25.38%，扣非归母净利润同比+10.97%。疫情等外部因素的逐渐消散和公司战略布局的逐步形成，未来公司有望依托“2+2+N”品牌矩阵，实现持续的稳步复苏。

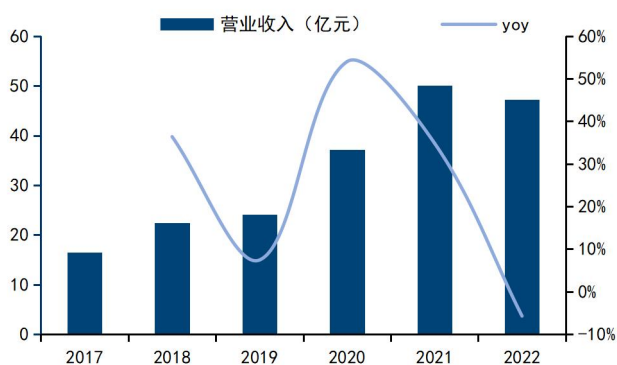
分业务板块：自有品牌贡献高利润占比，代理业务稳步发展

1) 自有品牌板块，23 年 Q1 自有品牌预计约占收入端 40%，但利润端超 60%，整体毛利率约 69%。具体来看：主品牌御泥坊由于受到外部因素影响品牌升级不及预期，但 2022 年仍保持盈利，微 800 玻尿酸次抛今年已销售过亿，新品第八代泥浆面膜目前市场反馈良好；定位高奢的 EDB 品牌持续保持高增速，2022 年实现收入 3345 万元，净利润 2397 万元，未来将以大单品为主不断丰富产品矩阵，同时将扩大销售渠道，重点加强高端百货、免税渠道，预计 23 年全年实现 60%的增速。此外大水滴品牌去年增长超过 700%，今年在积极拓展下也有望维持高增。

2) 代理业务板块，公司致力于持续为海外品牌提供全要素全渠道的运营服务，与自有品牌之间形成良好的粘性，以保持稳定持续的增长。23 年 Q1 虽然强生业务由于在进行产品结构调整，毛利率有所下滑，但除强生外代理业务在一季度仍实现增长 25%。未来公司将持续“1+5+N”代理结构，实现业务端全方位覆盖。

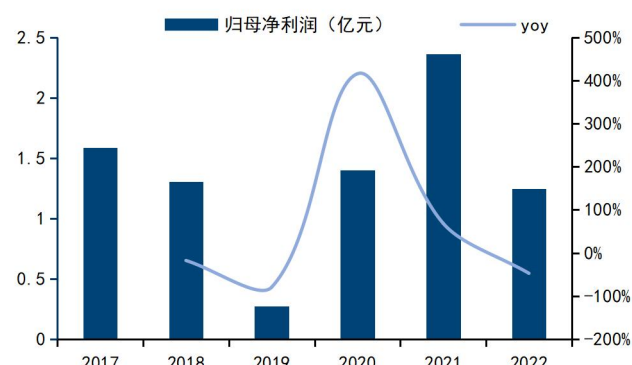
分渠道看：2022 年线上实现收入 42.68 亿元，同比-3.38%，占总收入的比重为 90.37%，其中淘系平台实现收入 19.04 亿元，同比-17.27%；抖音平台实现收入 7.06 亿元，同比+113.69%，目前抖音全部采用自营模式，实现较快增长。线下实现收入 4.55 亿元，同比-23.35%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）

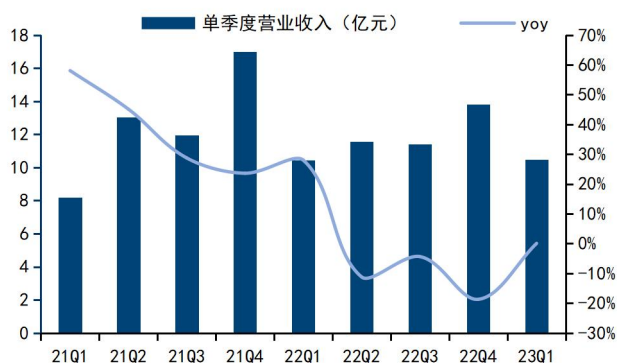


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

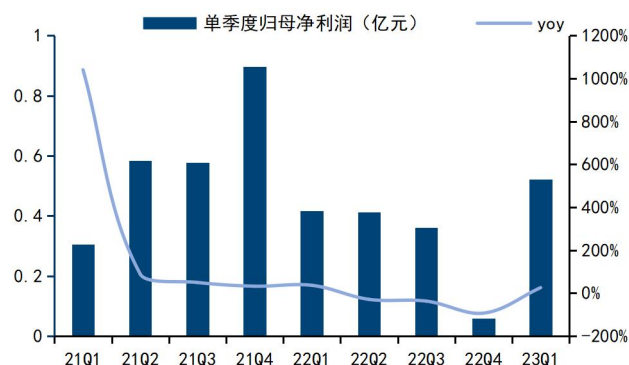
图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

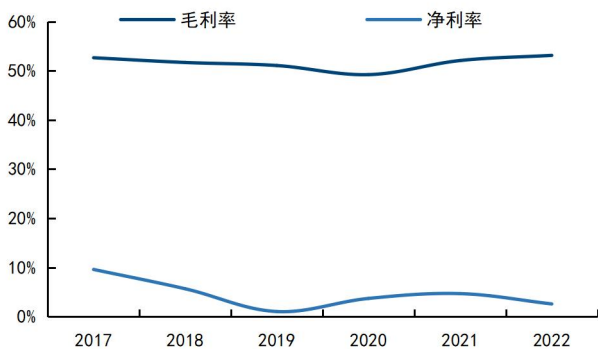
图3: 公司单季度营业收入及增速 (单位: 亿元、%)


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

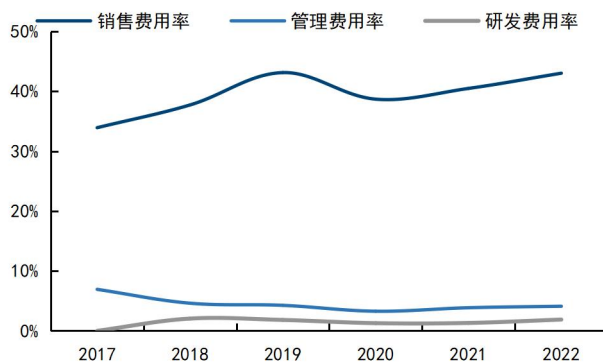
图4: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)


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，2022 年实现毛利率/净利率 53.12%/2.60%，分别同比 +1.05pct/-2.09pct；销售/管理/研发费用率 43.05%/4.11%/1.88%，同比 +2.54pct/+0.25pct/+0.56pct。23Q1 毛利率/净利率分别同比 -0.55pct/+1.30pct。销售/管理/研发费用率同比 -2.09pct/-0.19pct/+0.57pct。整体公司毛利水平较为平稳，费用率在今年 Q1 已有所优化好转。未来公司将持续加大研发投入，2022 年研发人员数量同比增加 54%至 347 人，共申请 44 项发明专利，发表论文 8 篇，并开展对黑参提取物、二次发酵灵芝本草新酵素、茶提取物等传统来源材料创新研究，以及伊利水云母、四氢嘧啶、视黄醇等新技术新原料研发，申请组合物核心专利 10 项，目前均已应用于旗下自有品牌产品配方中，有效实现了产品更新迭代及产品品质的提升。

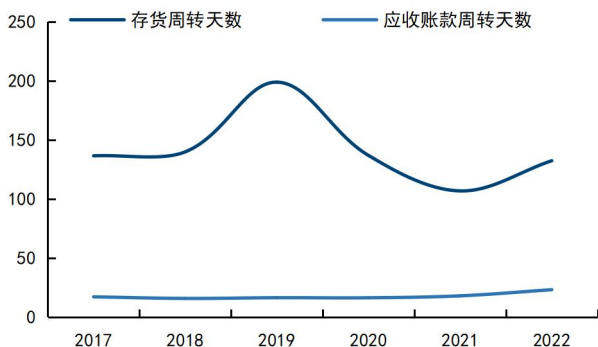
图5: 公司毛利率及净利率情况


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

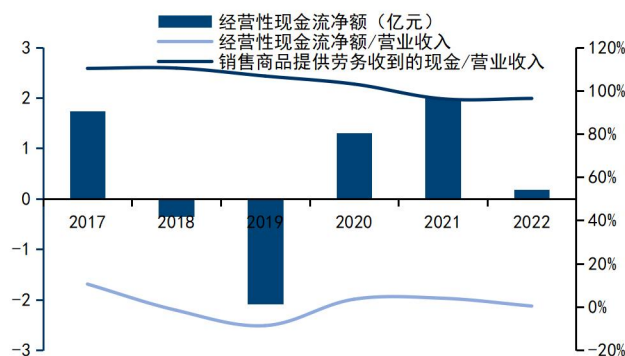
图6: 公司费用率情况


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 2022 年存货周转天数 133 天，同比上升 26 天；应收账款周转天数 23 天，同比增加 5 天；经营性现金流净额为 0.18 亿元，同比 -91.12%，主要由于外部环境压力导致公司销售回款减少，以及公司加大人才储备，导致薪酬支付增加所致。23Q1 公司经营性现金流净额 0.59 亿元，上期为 -1.39 亿元，现金流情况正不断改善。

图7：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8：公司现金流情况


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：

公司 2022 年业绩受到疫情外部因素以及自身品牌转型调整影响较为明显，但今年一季报开始经营情况已有改善。未来公司将坚持以自有品牌+代理品牌双业务驱动的业务布局。一方面通过不断技术创新，深耕产品研发和专业领域，多维度赋能自有品牌长期发展；另一方面根据多年在国内市场积累的全域服务能力以及深度孵化品牌和溢价的能力，依托“水羊国际”为海外品牌提供多维度服务。我们考虑疫情外部原因对公司影响较大，自有品牌御泥坊转型未达预期，以及代理品牌强生正在进行产品结构调整，下调公司 2023-2024 年并新增 2025 年归母净利润至 2.19/2.93/3.62 亿元（23-24 年原值为 3.77/4.90 亿元），对应 PE 为 26/19/16x，维持“增持”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2023-04-28)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%) (22A)	PEG (23E)	投资 评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E			
300740.SZ	水羊股份	14.54	57	0.32	0.56	0.75	0.93	47.13	25.96	19.39	15.63	7.15	0.35	增持
300957.SZ	贝泰妮	114.03	483	2.48	3.03	3.85	4.89	60.14	37.63	29.62	23.32	18.93	1.70	买入
603605.SH	珀莱雅	167.90	476	2.88	3.66	4.55	5.53	58.09	45.85	36.90	30.37	23.19	1.70	买入

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	440	346	450	450	450	营业收入	5010	4722	5681	6670	7583
应收款项	320	369	374	439	499	营业成本	2402	2214	2614	3051	3458
存货净额	728	899	696	802	907	营业税金及附加	20	24	23	27	30
其他流动资产	152	157	227	267	303	销售费用	2029	2033	2406	2803	3171
流动资产合计	1680	1870	1846	2057	2258	管理费用	193	194	224	259	291
固定资产	606	988	1665	2107	2123	研发费用	66	89	104	117	130
无形资产及其他	70	256	246	235	225	财务费用	36	38	62	81	83
投资性房地产	383	515	515	515	515	投资收益	12	(3)	0	0	0
长期股权投资	6	20	20	20	20	资产减值及公允价值变动	7	41	7	7	0
资产总计	2745	3649	4291	4934	5141	其他收入	(70)	(112)	(104)	(117)	(130)
短期借款及交易性金融负债	533	790	1380	1677	1476	营业利润	279	146	254	339	420
应付款项	206	361	243	281	317	营业外净收支	1	(2)	0	0	0
其他流动负债	268	289	258	299	338	利润总额	280	144	254	339	420
流动负债合计	1008	1441	1882	2257	2132	所得税费用	45	21	38	51	63
长期借款及应付债券	129	442	442	442	442	少数股东损益	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
其他长期负债	15	27	27	27	27	归属于母公司净利润	236	125	219	293	362
长期负债合计	144	470	470	470	470	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1152	1910	2351	2726	2601	净利润	236	125	219	293	362
少数股东权益	(6)	(6)	(9)	(13)	(18)	资产减值准备	(4)	12	32	15	5
股东权益	1599	1744	1948	2221	2558	折旧摊销	15	31	108	160	189
负债和股东权益总计	2745	3649	4291	4934	5141	公允价值变动损失	(7)	(41)	(7)	(7)	0
关键财务与估值指标						财务费用	36	38	62	81	83
每股收益	0.57	0.32	0.56	0.75	0.93	营运资本变动	(355)	(155)	11	(118)	(121)
每股红利	0.04	0.08	0.04	0.05	0.07	其它	3	(13)	(35)	(19)	(10)
每股净资产	3.89	4.48	5.01	5.71	6.57	经营活动现金流	(111)	(41)	329	324	426
ROIC	11.91%	4.50%	7%	7%	9%	资本开支	0	(463)	(800)	(600)	(200)
ROE	14.78%	7.15%	11%	13%	14%	其它投资现金流	11	(60)	0	0	0
毛利率	52%	53%	54%	54%	54%	投资活动现金流	11	(537)	(800)	(600)	(200)
EBIT Margin	6%	4%	5%	6%	7%	权益性融资	(7)	14	0	0	0
EBITDA Margin	6%	4%	7%	9%	9%	负债净变化	129	313	0	0	0
收入增长	35%	-6%	20%	17%	14%	支付股利、利息	(15)	(31)	(15)	(20)	(25)
净利润增长率	69%	-47%	76%	33%	24%	其它融资现金流	(141)	(94)	590	297	(201)
资产负债率	42%	52%	55%	55%	50%	融资活动现金流	80	484	575	276	(226)
股息率	0.3%	0.6%	0.3%	0.4%	0.4%	现金净变动	(19)	(94)	104	0	0
P/E	25.3	45.3	25.8	19.3	15.6	货币资金的期初余额	460	440	346	450	450
P/B	3.7	3.2	2.9	2.5	2.2	货币资金的期末余额	440	346	450	450	450
EV/EBITDA	22.6	37.9	19.2	14.6	11.9	企业自由现金流	0	(443)	(417)	(207)	296
						权益自由现金流	0	(223)	120	21	25

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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