

水羊股份(300740)

报告日期: 2023年05月26日

23Q1 经营拐点已现, 业绩多轮驱动

——水羊股份点评报告

投资要点

□ 环境承压及品牌升级致 22 年业绩承压, 23Q1 业绩拐点已现:

22 年收入/归母净利 47.22/1.25 亿元, 分别下跌 5.74%/47.22%, 毛利率 53.12%, 同比上升 1.05pct, 扣非净利润率 2.05%, 同比下降 2.24pct; 22Q4 收入/归母净利 13.80/0.06 亿元, 分别下跌 18.72%/93.52%, 毛利率 48.05%, 同比上升 1.22pct, 扣非净利润率-0.94%, 同比下降 5.74pct。22 年业绩下滑主要系经营环境承压及品牌集中升级调整。

23Q1 收入/归母净利 10.46/0.52 亿元, 分别增长 0.05%/25.38%, 毛利率 53.71%, 同比下降 0.55pct, 扣非净利润率 3.52%, 同比上升 0.34pct。

□ 自有品牌“2(御泥坊/EDB)+2(大水滴/小迷糊)+N”矩阵建立、稳步升级:

1) **EDB:** 22 年 7 月公司收购日法高奢护肤品牌, 助力矩阵升级与业绩增厚。通过聚焦品牌心智的进一步塑造、产品梯队建设及市场活动宣传, 以及在高端百货、高端酒店 SPA 渠道的布局, 品牌会员进一步渗透中国高端人群, 成为 SKP-S 高端护肤线 TOP2 品牌。

2) **御泥坊:** 进一步推进品牌升级, 构建全新“春江花月夜”产品体系, 打造兼具艺术价值及护肤功效的东方女性护肤解决方案, 新品占比逐步提升。

3) **大水滴:** 专注熬夜护肤细分赛道, 针对熬夜生物节律独创 3 大时间产品系列 22:00, 00:00 和 03:00。明星单品大水滴熬夜面膜、潜力大单品 3 点祛痘精华快速起量、持续热销, 年增速超 1400%。

4) **小迷糊:** 品牌倡导科学护肤不过度, 定位年轻肌科学护理专家。专注年轻肌肤养护产品, 达人推荐助力口碑提升。

□ 强生代理业务进入良性轨道, 持续打造细分市场强势品牌矩阵:

强生旗下品牌表现稳健, 维持韧性。城野医生、露得清、大宝、Rogaine 等大单品表现及品牌整体表现均在淘系同行业销售领先。

其他代理品牌方面, 打造水羊国际平台多梯队品牌矩阵, 在不同细分市场、细分品类孵化优势品牌, 彩妆品类上孵化 LORD&BERRY 覆盖中国年轻彩妆市场, 国内市场年增速超 500%, 持续合作的意大利米兰时装周御用彩妆品牌 KIKO 等保持大单品带动增长; 芬兰护肤品牌 LUMENE、西班牙专业皮肤管理院线品牌美斯蒂克等国际品牌, 核心大单品及渠道等均有高增长的突破。

□ 2022 年签约陈坚院士、广纳人才, 加码研发升级、构筑壁垒:

公司签约江南大学陈坚院士作为首席科学家, 并发布独占 11 项专利技术的全球最小分子透明质酸技术, 且已实现酶切小分子透明质酸微 800、微 400 的量产。持续加大研发, 22 年研发费用同期增长 35%, 在上海、长沙建立了科学研究中心, 并细化面膜、精华等品类研发。22 年研发团队同比增长 54.22%达 347 人。

□ 强化“渠道+品牌”匹配, 抖音渠道高速增长:

公司线上线下渠道全覆盖, 针对不同品牌特点、不同渠道特点进行匹配。抖音渠道表现亮眼, 2022 年抖音渠道实现收入 7.06 亿, 同比增长 114%, 占比近 15%。其中, 抖音是大水滴的第一大渠道。

□ **盈利预测及估值:** 公司自有品牌持续升级、品牌矩阵持续建立、盈利能力不断提升, 代理品牌进入业务良性轨道, 且在持续新接品牌, 业绩多轮驱动。考虑到 22 年受疫情较大影响以来, 行业消费及公司各项业务仍在持续恢复中, 自有品牌仍在品牌升级进程, 谨慎给予盈利预期, 我们预计 2023-2025 年归母净利润达到 2.74/3.47/4.20 亿元, 同比增长 119.23%/26.79%/21.23%, 对应 PE 估值 23.77/18.75/15.46X, 维持买入评级。

□ **风险因素:** 行业景气下行; 消费疲软; 新品牌不及预期; 新产品不及预期。

投资评级: 买入(维持)

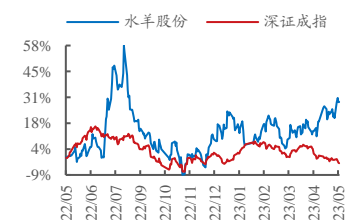
分析师: 马莉
执业证书号: S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师: 刘雪瑞
执业证书号: S1230522090001
liuxuerui@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥15.78
总市值(百万元)	6,139.63
总股本(百万股)	389.08

股票走势图



相关报告

- 《布局迈向头部美妆集团, 短期调整不改长期趋势——水羊股份三季报点评报告》 2022.11.03
- 《水羊股份点评: 低估值收购高端品牌伊菲丹, 品牌逻辑继续确认》 2022.07.18
- 《水羊股份年报&一季报点评: 沧海遗珠, 逆境下强韧性》 2022.05.04

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,722	5,950	7,131	8,216
(+/-) (%)	-5.74%	25.99%	19.87%	15.20%
归母净利润	125	274	347	420
(+/-) (%)	-47.22%	119.23%	26.79%	21.23%
每股收益(元)	0.32	0.70	0.89	1.08
P/E	52.11	23.77	18.75	15.46

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,870	2,307	2,552	2,931
现金	346	627	555	599
交易性金融资产	99	69	84	77
应收账款	325	398	512	595
其它应收款	44	52	62	74
预付账款	76	119	137	148
存货	899	979	1,143	1,372
其他	81	63	58	67
非流动资产	1,779	1,625	1,700	1,764
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	20	11	12	14
固定资产	625	994	989	980
无形资产	256	314	393	499
在建工程	363	42	21	21
其他	515	264	284	249
资产总计	3,649	3,932	4,252	4,695
流动负债	1,441	1,136	1,221	1,396
短期借款	708	400	400	400
应付款项	361	396	422	538
预收账款	0	0	0	0
其他	371	340	400	458
非流动负债	470	852	856	857
长期借款	442	837	837	837
其他	27	14	19	20
负债合计	1,910	1,987	2,078	2,253
少数股东权益	(6)	(7)	(7)	(5)
归属母公司股东权益	1,744	1,952	2,182	2,446
负债和股东权益	3,649	3,932	4,252	4,695

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	18	188	227	410
净利润	123	272	347	423
折旧摊销	37	61	74	78
财务费用	38	49	53	53
投资损失	3	(4)	(4)	(2)
营运资金变动	124	(26)	(44)	76
其它	(307)	(164)	(198)	(217)
投资活动现金流	(646)	172	(139)	(168)
资本支出	(382)	(100)	(40)	(60)
长期投资	(14)	9	(1)	(2)
其他	(249)	262	(98)	(106)
筹资活动现金流	528	(79)	(160)	(198)
短期借款	185	(308)	0	0
长期借款	313	395	0	0
其他	30	(166)	(160)	(198)
现金净增加额	(100)	281	(72)	44

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	4,722	5,950	7,131	8,216
营业成本	2,214	2,725	3,209	3,671
营业税金及附加	24	27	32	39
营业费用	2,033	2,499	2,977	3,410
管理费用	194	238	285	320
研发费用	89	110	132	152
财务费用	38	49	53	53
资产减值损失	(23)	(12)	(18)	(25)
公允价值变动损益	25	15	0	0
投资净收益	(3)	4	4	2
其他经营收益	16	15	15	15
营业利润	146	324	445	564
营业外收支	(2)	(0)	(0)	(1)
利润总额	144	324	445	563
所得税	21	52	98	141
净利润	123	272	347	423
少数股东损益	(2)	(1)	0	2
归属母公司净利润	125	274	347	420
EBITDA	225	434	572	695
EPS (最新摊薄)	0.32	0.70	0.89	1.08

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-5.74%	25.99%	19.87%	15.20%
营业利润	-47.69%	122.33%	37.23%	26.81%
归属母公司净利润	-47.22%	119.23%	26.79%	21.23%
获利能力				
毛利率	53.12%	54.20%	55.00%	55.32%
净利率	2.60%	4.58%	4.86%	5.14%
ROE	7.49%	14.86%	16.84%	18.22%
ROIC	5.35%	9.70%	11.17%	12.34%
偿债能力				
资产负债率	52.36%	50.55%	48.86%	48.00%
净负债比率	64.50%	63.82%	61.54%	57.19%
流动比率	1.30	2.03	2.09	2.10
速动比率	0.67	1.17	1.15	1.12
营运能力				
总资产周转率	1.48	1.57	1.74	1.84
应收账款周转率	15.62	17.11	17.02	16.56
应付账款周转率	9.54	8.60	9.99	9.34
每股指标(元)				
每股收益	0.32	0.70	0.89	1.08
每股经营现金	0.05	0.48	0.58	1.05
每股净资产	4.48	5.01	5.60	6.28
估值比率				
P/E	52.11	23.77	18.75	15.46
P/B	3.72	3.33	2.98	2.66
EV/EBITDA	29.68	16.31	12.50	10.25

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>