

水羊股份 (300740.SZ)

调整转型致短期业绩承压，外延驱动全球化高端化进程

优于大市

核心观点

公司内部调整致业绩承压。前三季度实现营业收入 30.45 亿/yoy-9.84%；实现归母净利润 0.94 亿/yoy-47.6%。单三季度实现营业收入 7.52 亿/yoy-30.87%，其中预计自有品牌和代理收入端均有 30%下滑；实现归母净利润-1143.98 万元，上年同期净利润 3761.43 万元，由盈转亏。

分业务来看，自有品牌中，由于公司 Q3 主动清退御泥坊线下渠道，御泥坊单 Q3 收入下滑约 60%，同时对于公司利润端产生约 4000 万影响；伊菲丹仍表现稳健，Q3 收入预计同比增长约 20%+，利润率预计维持 18%-20%，由于今年较多专场直播于 10 月开播，较去年 9 月存在排期差，因此存在收入转化的滞后性，目前 10 月来看整体伊菲丹仍表现良好。其他自有品牌由于收窄投放整体收入处于下滑态势，基本处于盈亏平衡。**代理业务中，**Q3 强生业务由于仍在调整期预计收入下滑 30%+，利润率也略有下滑；同时公司主动清退了部分不盈利的小品牌，导致收入端持续承压。

品牌结构调整带动毛利率上行，费用率在收入下滑下有所提升。2024Q3 实现毛利率/净利率分别同比+7.67/-5.12pct，公司高毛利品牌占比提升带动毛利率上行。销售/管理/研发费用率分别同比+8.17/+3.73/+1.70pct。销售费用率主要由于收入端的压力和前置费用投放而提升；管理费用率主要由于去年同期股权激励的冲回和中后台组织人员优化而导致基数较低。

收购美国高奢美妆 ReVive 并取得 PA 完整所有权，完善公司高奢品牌矩阵。ReVive 目前已拥有八条产品线，价格带在 300-2000 美金，全球市场 GMV 约 7000-8000 万美金，其中中国市场约占 10%。核心产品一夜回春油、口水精华等 5 款产品已完成国内备案。由于保密条款相关收购价格暂未披露，但整体交易估值低于 EDB。收购完成后，品牌在创始人领导下在美国线下渠道继续保持营运，水羊重点发力该品牌在中国区业务及美国电商业务。

风险提示：宏观经济不及预期，销量增加不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：三季度在公司主动调整下业绩承压，但随着公司未来不断主动收缩中小品牌，并通过收并购 ReVive、PA 强化完善自身高端品牌矩阵，有望复制伊菲丹的成功路径，从而完成向新兴高奢美妆企业的战略转型，从而带动业绩及品牌势能的长期健康发展。考虑到公司对大众自有品牌进行收缩调整，同时收购新高端品牌前期预计加大营销投放，强生业务也在自身经营调整期，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 1.82/2.79/3.12（原值为 3.05/3.59/3.93）亿元，对应 PE 分别为 29/19/17x，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	4,722	4,493	4,113	4,863	5,150
(+/-%)	-5.7%	-4.9%	-8.5%	18.2%	5.9%
净利润(百万元)	125	294	182	279	312
(+/-%)	-47.2%	135.8%	-38.0%	52.9%	12.1%
每股收益(元)	0.32	0.75	0.47	0.72	0.80
EBIT Margin	3.6%	9.6%	6.3%	7.8%	8.3%
净资产收益率 (ROE)	7.2%	14.2%	8.1%	11.1%	11.2%
市盈率 (PE)	41.7	17.7	28.6	18.7	16.7
EV/EBITDA	35.6	14.9	18.2	13.3	11.3
市净率 (PB)	2.99	2.51	2.32	2.08	1.87

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

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

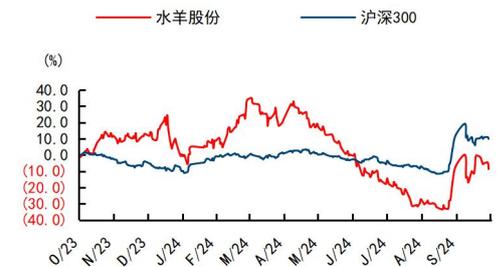
sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	13.39 元
总市值/流通市值	5200/4785 百万元
52 周最高价/最低价	20.55/9.60 元
近 3 个月日均成交额	120.99 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

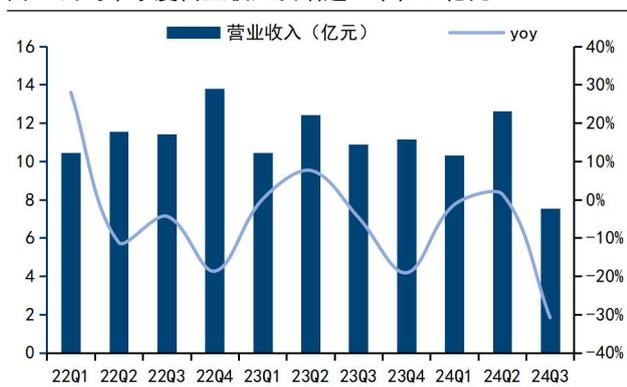
- 《水羊股份 (300740.SZ) - 营销投放加大短期利润承压，伊菲丹持续优异表现》——2024-07-31
- 《水羊股份 (300740.SZ) - 一季度扣非归母净利润同比增长 45%，伊菲丹表现持续亮眼》——2024-04-24
- 《水羊股份 (300740.SZ) - 2023 年业绩预告增长 124%-156%，品牌运营效益进一步提升》——2024-01-19
- 《水羊股份 (300740.SZ) - 单三季度业绩受非因素影响有所承压，坚持双业务驱动模式》——2023-10-27
- 《水羊股份 (300740.SZ) - 上半年归母净利润同比增长 72%，股权激励彰显经营信心》——2023-07-28

前三季度实现营业收入 30.45 亿元，同比减少 9.84%；实现归母净利润 0.94 亿元，同比减少 47.6%。单三季度实现营业收入 7.52 亿元，同比下降 30.87%，其中预计自有品牌和代理预计收入端均有 30% 下滑；实现归母净利润-1143.98 万元，上年同期净利润 3761.43 万元，由盈转亏。

分业务来看，自有品牌中，由于公司 Q3 主动清退御泥坊线下渠道，一方面直接反冲收入，导致御泥坊单 Q3 收入下滑约 60%，同时原本应分摊到明年的部分费用一次性计提，整体对于公司利润端产生约 4000 万影响；伊菲丹仍表现稳健，Q3 收入预计同比增长约 20%+，利润率预计维持 18%-20%；由于今年较多专场直播于 10 月开播，较去年 9 月存在排期差，因此存在收入转化的滞后性，目前 10 月来看整体伊菲丹仍表现良好。其他自有品牌由于收窄投放整体收入处于下滑态势，但盈利基本处于盈亏平衡。

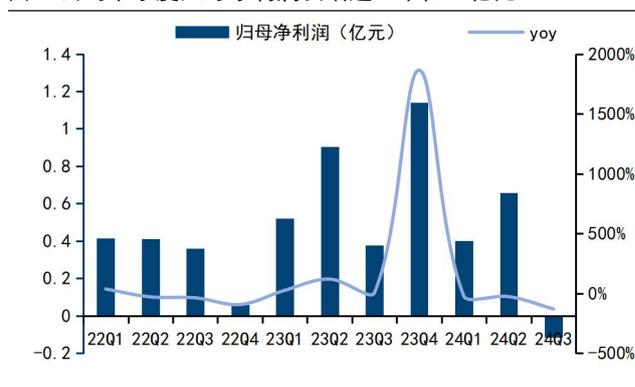
代理业务中，Q3 强生业务由于仍在调整期预计收入下滑 30%+，同时利润率也略有下滑；同时公司主动清退了部分不盈利的小品牌，导致收入端持续承压。

图1: 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

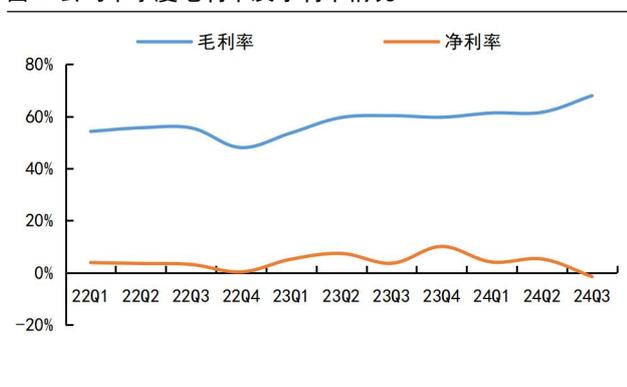
图2: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

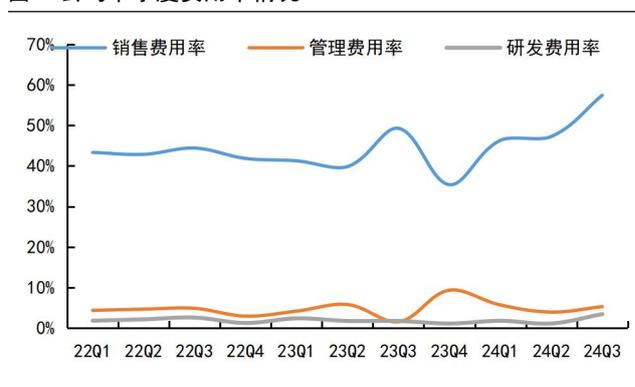
盈利能力方面，2024Q3 实现毛利率/净利率分别为 67.99%/-1.49%，分别同比 +7.67/-5.12pct，公司主动调整品牌结构，高毛利品牌占比提升带动毛利率上行。销售 / 管理 / 研发费用率分别为 57.45%/5.25%/3.40%，同比 +8.17/+3.73/+1.70pct。销售费用率主要由于收入端的压力和前置费用投放而提升，销售费用投放没有增加；管理费用率主要由于去年同期股权激励的冲回和后台组织人员优化而导致基数较低。

图3: 公司单季度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

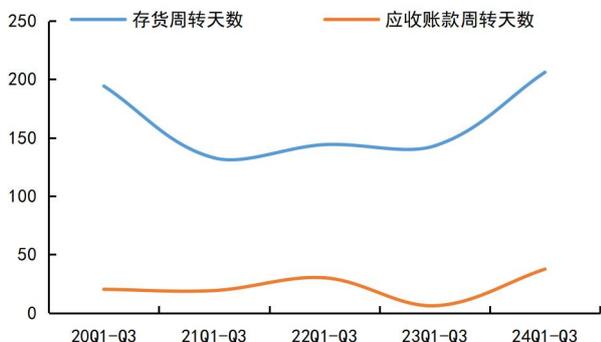
图4: 公司单季度费用率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

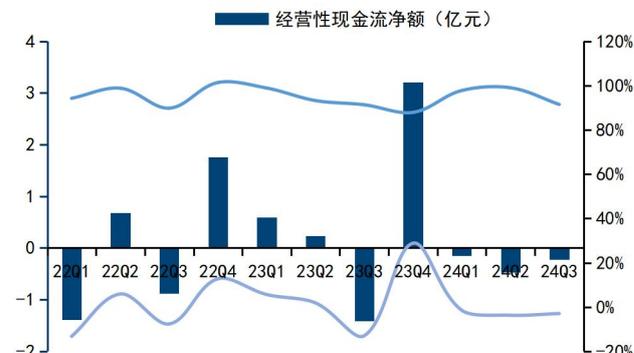
营运能力及现金流方面，公司 2024 前三季度存货周转天数 207 天，同比增加 31 天；应收账款周转天数 38 天，同比增加 8 天，主要由于公司主动清退御泥坊线下渠道，同时代理品牌跨境整体周期拉长，带来存货增加。2024Q3 公司经营性现金流净额为-0.22 亿元/yoy+84.25%，主要由于同期基数较低。

图5: 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6: 公司单季度现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 收购美国高奢美妆 ReVive 并取得 PA 完整所有权，补全公司高奢品牌矩阵

公司近期披露收购美国高奢护肤品牌 ReVive。由于保密条款相关收购价格暂未披露，但整体交易估值低于 EDB。收购完成后，ReVive 创始人团队将保留少数股权，品牌在创始人领导下在美国线下渠道继续保持营运，水羊重点发力该品牌在中国区业务及美国电商业务。

ReVive 为由美国医学博士 Dr. Gregory BaysBrown 创立有近 30 年历史的科技先锋高档美妆品牌。品牌以 EGF、KGF 和 IGF 活性有效的片段切换成三种寡肽：生物新活肽、生物丰盈肽和生物紧致肽，其作用分别为皮肤更新、皮肤充盈以及皮肤弹性紧致。经过多年发展，目前品牌已拥有八条产品线，价格带在 300-2000 美金，所有产品均经过第三方临床测试，确保功效。核心产品一夜回春油、口水精华等 5 款产品已完成国内备案。未来公司也将持续拓展产品备案，完善国内产品矩阵。

图7: ReVive 明星产品“口水精华”



资料来源: 天猫官方旗舰店、国信证券经济研究所整理

图8: ReVive 明星产品“一夜回春油”



资料来源: 天猫官方旗舰店、国信证券经济研究所整理

目前 ReVive 在全球市场 GMV 约 7000-8000 万美金，其中北美贡献收入占比超 60%，美国市场线上占比 20-30%；中国市场约占全球 10%，比例较低。目前基本实现美

国最高端线下渠道的全覆盖，入驻超 100 家百货商场。在国内仍处于发展初步阶段，目前只入驻北京 SKP、西安 SKP 和香港 DFS 等相对高端渠道。因此后续水羊在该品牌的中国市场和美国电商仍有较大发挥空间。

同时公司近期取得 PA 完整所有权，进一步强化品牌影响力。2022 年公司取得 PA 中国区商标，目前已完成所有权收购，相应拥有 PA 在法国的总部、工厂、及上百家网点，有望助力公司全球化拓展。目前 PA 客单价约 200 美金，全球 GMV 为 3500-4000 万美金。通过 2 年多国内业务孵化，预计今年国内业务将实现快速发展，有望达到盈亏平衡。同时明年 H1 有望推出升级产品线，进一步完善产品矩阵。

投资建议：

三季度公司由于自身内部调整而导致整体业绩承压，但随着公司未来不断主动收缩中小品牌，并通过收并购 ReVive、PA 强化完善自身高端品牌矩阵，有望复制伊菲丹的成功路径，完成对于新兴高奢美妆企业的战略转型，带来业绩及品牌势能的长期健康发展。考虑到公司对于大众自有品牌进行收缩调整，同时收购新高端品牌前期预计加大营销投放，强生业务也在自身经营调整期，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 1.82/2.79/3.12（原值为 3.05/3.59/3.93）亿元，对应 PE 分别为 29/19/17x，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测主要调整项

	现值	2024	现值	2025	原因
		原值		原值	
营收增速	-8.45%	1.17%	18.23%	6.76%	公司今年主动收缩调整御泥坊等大众品牌，预计今年收入端将有一定承压，在今年底完成对于 ReVive 和 PA 的收购，预计对于明年收入具有一定提振作用。
销售费用率	48.81%	45.81%	48.97%	46.07%	由于收入端压力今年销售费用率预计上行，同时明年公司预计对于新收购品牌进行推广，销售费用率略有提升。

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2023-10-29)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%)	PEG	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)	(24E)	
300740.SZ	水羊股份	13.39	52	0.75	0.47	0.72	0.80	22.08	28.62	18.72	16.71	22.08	-0.75	优于大市
300957.SZ	贝泰妮	52.76	223	1.79	1.53	1.95	2.22	38.16	34.46	27.06	23.72	12.91	-2.41	优于大市
603605.SH	珀莱雅	96.39	382	3.01	3.98	4.98	5.96	33.03	24.23	19.34	16.18	27.45	0.75	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	346	554	450	450	450	营业收入	4722	4493	4113	4863	5150
应收款项	369	466	270	320	339	营业成本	2214	1868	1547	1764	1839
存货净额	899	795	398	447	460	营业税金及附加	24	23	16	19	21
其他流动资产	157	240	165	195	206	销售费用	2033	1858	2008	2382	2529
流动资产合计	1870	2315	1543	1671	1715	管理费用	194	235	203	220	225
固定资产	988	859	1521	1954	1966	研发费用	89	77	80	99	109
无形资产及其他	256	260	250	239	229	财务费用	38	65	48	54	54
投资性房地产	515	660	660	660	660	投资收益	(3)	16	0	0	0
长期股权投资	20	20	20	20	20	资产减值及公允价值变动	41	26	7	7	0
资产总计	3649	4115	3994	4545	4590	其他收入	(23)	(63)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	790	467	431	673	408	营业利润	146	347	218	333	373
应付款项	361	280	139	156	161	营业外净收支	(2)	0	0	0	0
其他流动负债	289	299	183	211	221	利润总额	144	347	218	333	373
流动负债合计	1441	1046	752	1040	791	所得税费用	21	48	33	50	56
长期借款及应付债券	442	972	972	972	972	少数股东损益	(2)	5	3	4	5
其他长期负债	27	22	22	22	22	归属于母公司净利润	125	294	182	279	312
长期负债合计	470	994	994	994	994	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1910	2040	1747	2034	1785	净利润	125	294	182	279	312
少数股东权益	(6)	(1)	2	6	10	资产减值准备	12	26	33	21	7
股东权益	1744	2076	2245	2505	2795	折旧摊销	31	55	123	164	191
负债和股东权益总计	3649	4115	3994	4545	4590	公允价值变动损失	(41)	(26)	(7)	(7)	0
关键财务与估值指标						财务费用	38	65	48	54	54
每股收益	0.32	0.75	0.47	0.72	0.80	营运资本变动	(155)	(274)	444	(62)	(22)
每股红利	0.08	0.19	0.03	0.05	0.06	其它	(13)	(22)	(30)	(17)	(2)
每股净资产	4.48	5.33	5.76	6.43	7.17	经营活动现金流	(41)	53	745	378	486
ROIC	4.50%	10.50%	6%	8%	8%	资本开支	0	26	(800)	(600)	(200)
ROE	7.15%	14.17%	8%	11%	11%	其它投资现金流	(60)	(161)	0	0	0
毛利率	53%	58%	62%	64%	64%	投资活动现金流	(74)	(135)	(800)	(600)	(200)
EBIT Margin	4%	10%	6%	8%	8%	权益性融资	9	693	0	0	0
EBITDA Margin	4%	11%	9%	11%	12%	负债净变化	313	(85)	0	0	0
收入增长	-6%	-5%	-8%	18%	6%	支付股利、利息	(31)	(76)	(13)	(20)	(22)
净利润增长率	-47%	136%	-38%	53%	12%	其它融资现金流	(551)	(83)	(37)	242	(264)
资产负债率	52%	50%	44%	45%	39%	融资活动现金流	21	290	(49)	222	(286)
股息率	0.6%	1.4%	0.2%	0.4%	0.4%	现金净变动	(94)	208	(104)	0	0
P/E	41.7	17.7	28.6	18.7	16.7	货币资金的期初余额	440	346	554	450	450
P/B	3.0	2.5	2.3	2.1	1.9	货币资金的期末余额	346	554	450	450	450
EV/EBITDA	35.6	14.9	18.2	13.3	11.3	企业自由现金流	0	180	(13)	(175)	332
						权益自由现金流	0	12	(90)	21	22

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 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中所提及的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