

增持

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

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 美容护理 · 化妆品

◆ 投资评级: 增持(维持评级)

证券分析师: 张峻豪 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn
联系人: 柳旭 0755-81981311 liuxu1@guosen.com.cn

执证编码: S0980517070001

事项:

公司公告拟以 4450 万欧元购买 Kazokou SAS 及 Orsay 53 SAS 合计持有的 EviDenS de Beauté SAS 90.05% 的股权, 并以 500 万欧元平价购买原股东持有的标的公司年初已宣派但未支付的股利形成的债权, 本次交易金额合计 4950 万欧元。以 7 月 15 日汇率计算, 本次交易金额约折合人民币 3.35 亿元。

国信零售观点: 公司一直以来坚持以自主品牌为核心, 自有品牌和代理品牌双业务驱动, 在疫情反弹多因素影响下依旧实现了稳健高增长。此次对 EviDenS de Beauté 品牌的收购, 以及前期对 Pier Augé 品牌的投资布局是对公司“四双战略”的进一步深化。本次收购对应标的公司 21 年 PE 仅 9 倍, 短期内有助于提升公司盈利能力, 中长期来看, 填补了公司自有品牌体系中在中高端价格带的空缺, 进一步完善公司品牌矩阵。并且借助其国际化的研发团队, 实现集团创新研究能力的提升, 驱动产品不断推陈出新。未来, 公司将继续推动自有品牌资产沉淀, 打造多品牌矩阵, 提升全渠道运营能力, 持续构建品牌和平台生态。公司本次收购事项尚需中国境外投资相关主管部门的备案或登记, 我们暂维持 22-24 年归母净利润 3.38/4.66/5.75 亿元, 当前股价对应 PE 为 18/13/11 倍, 维持“增持”评级。

评论:

◆ 收购 EviDenS de Beauté 和 Pier Augé, 扩充中高端产品体系

1) EviDenS de Beauté SAS 旗下拥有日法奢美护肤品牌 EviDenS de Beauté (伊菲丹), 品牌创立于 2007 年, 专为敏感肌研发抗衰产品, 涵盖日常全品类护肤种类, 于 2019 年进军中国市场, 水羊股份为其独家代理, 双方合作以来, EviDenS de Beauté 在中国美妆市场打开了知名度, 在消费者当中积累了较高的美誉度, 品牌营收规模实现了较大增长。因此在本次收购前公司已经对品牌的运营特点有了较为深厚的了解, 也为收购后双方之间的磨合发展打下了基础。此外, 本次收购完成后, EDB 创始人仍将保留少数股权, 并继续担任 CEO, 品牌与团队保持独立运营。

伊菲丹主打三重胶原系列产品, 核心成分为三重胶原肽, 明星产品超级面膜 JOUR 官网售价 170 欧元/50ml, 淘宝官方旗舰店 1800 元/50ml。EviDenS de Beauté 目前已在美国、法国、英国、日本、韩国、泰国等超过 30 个合作国家或地区展开销售, 且已入驻全球巴黎老佛爷百货、瑰丽酒店以及 Tsum (莫斯科中央百货)、King Power (泰国皇权)、Harrods (英国哈洛德百货)、中国 SKP 众多顶级市场, 通过高端的品牌形象以及专业的渠道布局实现了对高端消费人群的渗透。

图1: EviDenS de Beauté超级面膜 JOUR



资料来源：天猫，国信证券经济研究所整理

图2: Pier Augé雪融面膜



资料来源：天猫，国信证券经济研究所整理

2) 公司同时近期完成了对法国轻奢品牌 Pier Augé（佩尔赫乔）投资及收购中国业务，进一步完善品牌矩阵。Pier Augé主打敏感肌修护，由化学药剂师 Pierre Jules Augé 创建于 1961 年，在美容院、药店、诊所以及护肤品店均有出售，并于 2021 年正式入驻天猫国际，明星单品雪融面膜售价 499 元/50ml，当前位居天猫进口涂抹面膜回购榜 TOP7。

◆ 低估值收购增厚业绩水平，加速完善多品牌矩阵建设

1) 低估值并购高端品牌，有助于提升整体盈利水平

EviDenS de Beauté SAS 2021 年实现营收/净利润 1972.65/549.23 万欧元，2022 年前 5 个月实现营收/净利润 831.36/179.96 万欧元，全球终端零售额超过 5 亿人民币。因此，水羊股份此次并购对应标的公司的 2021 年 PE 仅约为 9 倍。且标的公司 2021 年及 2022 年前五月净利率分别达 27.8%/21.6%，盈利能力较强。随着完成并购后，标的品牌业务的持续增长，有助于提升公司的整体盈利能力水平。

表1: EviDenS de Beauté SAS 的主要财务数据

项目	2021 年 12 月 31 日 (经审计)	2022 年 5 月 31 日 (未经审计)
资产总额	1,450.18	1,271.18
负债总额	827.79	924.63
净资产	622.39	346.55
营业收入	1,972.65	831.36
净利润	549.23	179.96

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2) 完善多品牌布局，继续深化“四双战略”

多品牌发展一直是化妆品企业的重要发展战略。公司一直以来开展以自主品牌为核心，自有品牌和代理品牌双业务驱动模式。在自有品牌方面，公司目前主品牌御泥坊在产品端不断提高研发投入，积极推出新品，实现品类结构不断优化，同时新锐品牌小迷糊、大水滴、御 MEN、花瑶花等专注不同细分赛道，定位差异性消费人群，单品价格大多维持在 200 元以内。而随着公司完成对 EviDenS de Beauté 和 Pier Augé 的品牌布局，将有效补充公司之前自有品牌中高端价格带产品的空缺，进一步完善现有品牌矩阵，扩大消费者覆盖面，同时带动产品客单价的提高，实现集团未来量增长。

3) 提升国际化研发实力，驱动产品不断创新

公司目前已掌握多项独有技术，并于与江南大学、湘雅医院等机构进行深度合作加强原料和配方工艺的创新。截至 22 年 Q1 新增研发人员超 100 人，研发专利申请 211 项，并将可转债拟募资金中的 5 亿元用于投入水羊智造基地项目。而公司本次所收购的 EviDenS de Beauté 拥有国际化的博士研发团队，投

资的 Pier Augé 在法国拥有自己的工厂，通过本次布局，将助力公司构建国际化高端研发布局，以国际化团队提升集团整体的产品创新能力，促进公司旗下业务的可持续发展。

◆ 投资建议：多品牌布局落地加码，“四双战略”持续深化

公司一直以来坚持以自主品牌为核心，自有品牌和代理品牌双业务驱动，在疫情反弹多因素影响下依旧实现了稳健高增长。此次对 EviDenS de Beauté 品牌的收购，以及前期对 Pier Augé 品牌的投资布局是对公司“四双战略”的进一步深化。本次收购对应标的公司 21 年 PE 仅 9 倍，短期内有助于提升公司盈利能力，中长期来看，填补了公司自有品牌体系中在中高端价格带的空缺，进一步完善公司品牌矩阵。并且借助其国际化的研发团队，实现集团创新研究能力的提升，驱动产品不断推陈出新。未来，公司将继续推动自有品牌资产沉淀，打造多品牌矩阵，提升全渠道运营能力，持续构建品牌和平台生态。公司本次收购事项尚需中国境外投资相关主管部门的备案或登记，我们暂维持 22-24 年归母净利润 3.39/4.66/5.75 亿元，当前股价对应 PE 为 18/13/11 倍，维持“增持”评级。

◆ 风险提示

宏观经济下行导致居民消费支出水平承压的风险，疫情反弹导致消费需求压制的风险，新进入者竞争加剧等市场风险。

表2：可比公司盈利预测及估值

公司	公司	投资	收盘价	EPS			PE			总市值（百万元）
代码	名称	评级	2022/07/18	2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2022/07/18
603605	珀莱雅	买入	157.50	2.87	2.61	3.21	72.68	60.34	49.07	44,323.05
300957	贝泰妮	买入	205.57	2.04	2.81	3.80	94.39	73.16	54.10	87,079.45
300740	水羊股份	增持	14.71	0.57	0.82	1.13	27.66	17.94	13.02	6,055.12

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理预测

相关研究报告：

- 《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
- 《水羊股份-300740-2021 年半年报点评：营收利润双高增，品类及渠道结构持续优化》——2021-09-01
- 《水羊股份-300740-2020 年年报暨 2021 年一季报点评：业绩表现持续靓丽，盈利能力加速改善》——2021-04-26
- 《御家汇-300740-重大事件快评：股权激励提出高增长目标，更名“水羊股份”推动战略全面升级》——2021-03-08

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	460	440	421	440	590	营业收入	3715	5010	6593	8037	9243
应收款项	249	320	412	519	588	营业成本	1887	2402	3279	3970	4557
存货净额	696	728	1418	1456	1672	营业税金及附加	17	20	33	40	46
其他流动资产	165	152	330	402	462	销售费用	1438	2029	2538	3078	3512
流动资产合计	1620	1680	2655	2892	3388	管理费用	122	193	347	405	465
固定资产	279	606	521	492	467	财务费用	34	36	24	23	14
无形资产及其他	72	70	68	67	65	投资收益	4	12	10	10	10
投资性房地产	196	383	383	383	383	资产减值及公允价值变动	7	7	10	10	10
长期股权投资	6	6	6	6	6	其他收入	(68)	(70)	0	0	0
资产总计	2173	2745	3633	3839	4308	营业利润	159	279	392	541	669
短期借款及交易性金融负债	260	533	719	487	407	营业外净收支	(0)	1	5	5	5
应付款项	352	206	597	600	635	利润总额	159	280	397	546	674
其他流动负债	210	268	308	372	427	所得税费用	21	45	60	82	101
流动负债合计	822	1008	1625	1459	1469	少数股东损益	(2)	(1)	(2)	(2)	(3)
长期借款及应付债券	0	129	129	129	129	归属于母公司净利润	140	236	339	466	575
其他长期负债	0	15	16	17	18						
长期负债合计	0	144	145	146	147	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	823	1152	1769	1605	1616	净利润	140	236	339	466	575
少数股东权益	(4)	(6)	(7)	(9)	(11)	资产减值准备	(7)	(4)	80	6	(1)
股东权益	1353	1599	1870	2243	2704	折旧摊销	13	15	29	46	49
负债和股东权益总计	2173	2745	3633	3839	4308	公允价值变动损失	(7)	(7)	(10)	(10)	(10)
						财务费用	34	36	24	23	14
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(37)	(355)	(447)	(144)	(256)
每股收益	0.34	0.57	0.82	1.13	1.40	其它	5	3	(81)	(8)	(1)
每股红利	0.03	0.04	0.16	0.23	0.28	经营活动现金流	107	(111)	(91)	356	356
每股净资产	3.29	3.89	4.55	5.46	6.58	资本开支	0	(343)	(11)	(11)	(11)
ROIC	16%	16%	14%	17%	20%	其它投资现金流	86	11	(36)	0	0
ROE	10%	15%	18%	21%	21%	投资活动现金流	79	(332)	(47)	(11)	(11)
毛利率	49%	52%	50%	51%	51%	权益性融资	6	5	0	0	0
EBIT Margin	7%	7%	6%	7%	7%	负债净变化	(24)	129	0	0	0
EBITDA Margin	7%	8%	6%	7%	8%	支付股利、利息	(10)	(15)	(68)	(93)	(115)
收入增长	54%	35%	32%	22%	15%	其它融资现金流	(25)	191	186	(232)	(80)
净利润增长率	415%	69%	43%	38%	23%	融资活动现金流	(88)	423	118	(325)	(195)
资产负债率	38%	42%	49%	42%	37%	现金净变动	98	(19)	(20)	20	150
息率	0.2%	0.3%	1.5%	2.0%	2.5%	货币资金的期初余额	362	460	440	421	440
P/E	43.6	25.9	18.0	13.1	10.6	货币资金的期末余额	460	440	421	440	590
P/B	3.4	2.9	2.4	2.0	1.7	企业自由现金流	193	(375)	(93)	353	345
EV/EBITDA	20.5	15.0	14.9	10.5	8.7	权益自由现金流	144	(55)	72	101	253

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