

“用现代科技重现盛唐文化”，御泥坊崭新出发

——水羊股份20年报&21年一季报点评

✍️ : 陈腾曦 执业证书编号: S1230520080010
☎️ : 刘雪瑞
✉️ : chentengxi@stocke.com.cn

报告导读

公司发布20年报&21年一季报，业绩兑现！御泥坊2020年营收yoy+56%，超市场预期，双业务驱动模式优势显现。

投资要点

- ❑ **2020年报&2021年一季报亮眼，业绩再兑现：**2020年实现营收37.15亿，yoy+54.02%，实现归母净利1.40亿元（2019年仅2722万），归母净利率3.78%。21Q1实现营收8.17亿，yoy+58.03%，实现归母净利3055万（20Q1仅268万），归母净利率3.74%。
- ❑ **2020年自有品牌完成全面升级，正式进入品牌重塑的再成长阶段，主品牌御泥坊增速超预期，正逐步建设成为承载盛唐文化的全品类、大体量的额美妆品牌：**主品牌御泥坊“用现代科技重现盛唐文化”，新品销售实现爆发，氨基酸泥浆面膜全年售出超500万瓶，御泥坊品牌全年营收同比增长55.98%，超市场预期。自有新锐品牌方面，小迷糊推出全新IP形象MIHOO，御MEN首创“皂氨科学配方”概念、天猫旗舰店全年销售额同比增长超过60%。
- ❑ **代理品牌仍在拓展，已合作品牌逐步进入良性轨道：品牌拓展方面，**随着强生代理业务进入正常轨道，公司持续引入包括英国男士理容品牌Hawkins&Brimble、美国前卫大师级艺术彩妆品牌NATASHADENONA等品牌在内的高端品牌，已与超30个国际品牌达成业务合作。**已合作品牌方面，**帮助强生旗下品牌实现线上销售提价的同时，依然实现销售同比增长；通过合作多位明星和KOL，将日法奢美护肤品牌伊菲丹打造成为小众贵妇品牌；成功为KIKO打造爆款防晒粉饼，销售额同比增长超180%。
- ❑ **从品类拆分可印证，公司全品类运营能力：1) 水乳膏霜：**取代面膜成为收入的核心驱动力，20年水乳膏霜实现营收19.13亿，yoy+71.91%，营收占比51.48%，占据淘系渠道收入的59%；我们认为水乳膏霜的高速增长对应的是代理业务的快速放量。**2) 贴式面膜：**20年收入上升5.52%，未来贴式面膜收入有望稳步上升。贴式面膜毛利率同比回升明显近5pp。**3) 非贴式面膜：**得益于氨基酸泥浆面膜、伊菲丹贵妇面膜的爆发。20年收入同比增长157.67%至5.94亿，极为亮眼，毛利率较19年大幅提升9.89pp至73.63%。
- ❑ **从渠道拆分可印证，公司具备强大的全渠道运营能力：**20年淘系平台贡献营收19.38亿，yoy+60.18%，营收占比超过一半，唯品会（代销）渠道收入同比增速也达到34.31%，自营平台收入同比增长180.70%，极为亮眼，推算线下实现营收3.67亿，增速超40%。相较其他仅依赖淘系渠道的品牌运营商而言，公司具备更强的全渠道运营能力。
- ❑ **21Q1公司更加注重研发、品牌标签打造和淘外渠道运营：**研发方面，逐步完善大研发体系架构，发力专利申请（8项）和产学研合作（江南大学、中南大学、言安堂等）；**品牌运营方面，**持续优化“御泥坊”品牌标签，以九道水飞、八繁九制、重酿发酵为核心工艺，4月全面上线新品；注重抖音、京东、考拉、拼多多、小红书等淘外渠道尤其是内容电商的运营，已助力城野医生、李施德林等多个品牌实现平销提升和新品打造。

评级

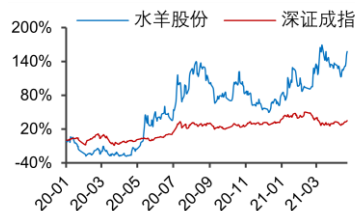
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥26.19

单季度业绩

元/股

1Q/2020 0.07
4Q/2020 0.17
3Q/2020 0.09
2Q/2020 0.08



公司简介

美妆品牌运营企业，运营自有品牌御泥坊、大水滴、小迷糊、花瑶花、御MEN等，并全面承接强生等国际品牌在中国的代理业务。

相关报告

- 1 《水羊股份点评：业务双轮驱动，大股东及高管承诺不减持彰显信心》2021.03.17
- 2 《水羊股份点评：更名水羊焕新形象，再推激励彰显信心》2021.03.08
- 3 《水羊股份业绩预告点评报告：超预期！羽化成蝶进行时！》2021.01.10
- 4 《水羊股份点评：PE 股东减持近尾声，高增长持续兑现》2020.12.14
- 5 《水羊股份（300740）深度报告：御美有方，破茧成蝶》2020.08.11

报告撰写人：陈腾曦

- **经营质量显著改善，盈利能力同比显著恢复，有望持续提升：**1) 费用率明显下降，形成良性循环：公司平稳度过新品牌磨合期，销售费用率尽管季度间有所波动，但全年来看严格控费，销售费用率从19年的43.15%下降至20年的38.71%；管理费用率得到摊薄，同比下降0.99pp至3.27%。2) 存货及应收款增幅明显低于营收增速，运营效率提升：20年应收账款同比增速18.51%，存货同比下降5.74%，均明显低于营收增速54.02%，周转效率提升；；现金流进一步改善，20年经营性现金流由负转正，经营性现金流净额为+1.31亿元。
- **盈利预测及估值：**预计公司自有品牌增长态势良好且盈利能力不断提升，代理品牌进入业务良性轨道。预计21/22/23年归母净利达到2.29/3.77/6.04亿元，同比增长63%/65%/60%，对应估值47.1X/28.6X/17.8X。剔除股权激励成本影响，21/22/23年归母净利约为2.7/4.1/6.2亿元，同比增长约为90%/50%/50%。随着公司的品牌运营能力在数据端的逐步兑现，估值终将得到市场认可，上涨空间充分，维持“买入”评级。
- **风险因素：**竞争加剧；新品牌拓展不及预期；代理品牌解约风险。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	3,715	5,166	6,671	8,366
(+/-)	54.0%	39.1%	29.1%	25.4%
净利润	140	229	377	604
(+/-)	415.3%	63.0%	64.8%	60.3%
每股收益(元)	0.34	0.55	0.90	1.43
P/E	76.4	47.1	28.6	17.8

表 1：收入按品类拆分（单位：百万元）

	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2017	2018	2019	2020
一、水乳膏霜								
收入	423.44	689.10	708.44	1,204.17	382.02	841.08	1,112.53	1,912.61
yoy	40.60%	27.63%	67.31%	74.75%	145.58%	120.17%	32.27%	71.91%
毛利率	41.28%	46.75%	39.56%	43.63%	48.85%	53.89%	44.67%	42.12%
收入占比	43.53%	47.87%	50.09%	52.34%	23.20%	37.46%	46.12%	51.48%
二、贴式面膜								
收入	407.72	492.16	380.75	568.77	1,140	1,239	899.88	949.51
yoy	-34.40%	-20.33%	-6.62%	15.57%	23.59%	8.72%	-27.39%	5.52%
毛利率	44.08%	54.44%	51.90%	56.42%	54.01%	48.78%	49.75%	54.61%
收入占比	41.91%	34.19%	26.92%	24.72%	69.23%	55.19%	37.31%	25.56%
三、非贴式面膜								
收入	71.78	158.56	189.32	404.21	111.04	122.30	230.34	593.53
yoy	54.91%	108.73%	163.75%	154.92%	35.99%	10.14%	88.34%	157.67%
毛利率	60.66%		73.20%	73.83%	55.86%		63.74%	73.63%
收入占比	7.38%	11.02%	13.39%	17.57%	6.74%	5.45%	9.55%	15.90%
四、品牌管理服务								
收入						28.43	151.58	250.01
yoy							433.26%	64.94%
收入占比						1.27%	6.28%	6.73%
五、其他								
收入					13.49	14.22	17.79	9.37
yoy					18.48%	5.43%	25.09%	-47.31%
收入占比					0.82%	0.63%	0.74%	0.25%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 2：收入按渠道拆分（单位：百万元）

	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2018	2019	2020
线上渠道							
收入	860.14	1290.37	1237.88	2109.86	2,163.80	2,150.51	3,347.74
yoy			43.92%	63.51%		-0.61%	55.67%
收入占比	88.42%	-59.76%	87.53%	91.70%	96.37%	89.15%	90.11%
自有平台（自营）收入	19.66	24.45	34.62	89.18	36.53	44.10	123.80
yoy			76.12%	264.77%		20.74%	180.70%
淘系（自营、经销、代销）	457.87	752.27	730.93	1207.47	971.20	1210.14	1938.40
yoy			59.64%	60.51%		24.60%	60.18%
水乳膏霜			454.60	697.57		710.41	1,152.17
贴式面膜			165.22	237.50		413.98	402.72
非贴式面膜			110.58	271.07		78.99	381.66
其他品类			0.54	1.32		6.77	1.86
唯品会（代销）					407.85	286.35	384.60
yoy						-29.79%	34.31%
其他平台					748.22	609.91	900.94
yoy						-18.48%	47.72%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 3：财务三表摘要（单位：百万元）

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2017	2018	2019	2020
利润表									
营业收入	517.05	897.26	927.13	1,373.60	817.08	1,646.40	2,245.34	2,412.12	3,715.04
YOY	34.03%	52.86%	53.60%	64.35%	58.03%	40.61%	36.38%	7.43%	54.02%
毛利率	50.36%	51.96%	57.68%	41.25%	51.94%	52.63%	51.67%	51.05%	49.20%
销售费用	219.34	375.26	427.44	416.05	328.94	558.82	847.40	1,040.79	1,438.09
销售费用率	42.42%	41.82%	46.10%	30.29%	40.26%	33.94%	37.74%	43.15%	38.71%
管理费用	23.17	31.79	32.89	33.81	36.71	114.10	103.63	102.74	121.65
管理费用率	4.48%	3.54%	3.55%	2.46%	4.49%	6.93%	4.62%	4.26%	3.27%
研发费用	7.70	10.04	15.40	14.43	17.01	0.00	45.94	43.89	47.56
研发费用率	1.49%	1.12%	1.66%	1.05%	2.08%	0.00%	2.05%	1.82%	1.28%
财务费用	3.76	2.44	11.16	16.81	9.06	4.46	6.42	13.92	34.16
财务费用率	0.73%	0.27%	1.20%	1.22%	1.11%	0.27%	0.29%	0.58%	0.92%
投资净收益	0.44	1.52	1.16	0.67	0.36	1.11	20.39	14.24	3.79
资产减值损失	-2.99	-8.47	1.10	1.90	-1.18	9.60	12.16	-20.64	-8.46
归母净利润	2.68	30.95	38.65	67.99	30.55	158.49	130.72	27.22	140.27
YOY	495.6%	461.7%	2393.5%	245.0%	1039.9%	114.84%	-17.52%	-79.2%	415.3%
归母净利率	0.52%	3.45%	4.17%	4.95%	3.74%	9.63%	5.82%	1.13%	3.78%
资产负债表									
应收账款	150.87	173.95	233.99	217.28	239.56	94.95	100.23	117.76	216.66
YOY	47.94%	31.49%	46.45%	84.51%	58.79%	56.50%	5.56%	17.49%	83.98%
预付款项	192.64	110.76	126.37	87.77	149.75	42.64	52.94	74.38	87.77
其他应收款	16.39	22.87	26.49	32.16	31.15	5.85	23.90	18.32	32.16
存货	695.28	654.20	816.20	695.61	699.08	276.70	566.10	737.95	695.61
YOY	31.36%	22.50%	10.08%	-5.74%	0.55%	-11.97%	104.59%	30.36%	-5.74%
应付账款	28.22	149.15	385.49	244.52	257.21	0.00	0.00	116.40	107.98
预收款项	209.33	11.63	0.00	0.00	0.00	135.43	335.75	206.33	244.52
其他应付款	14.76	119.52	121.11	102.09	153.66	16.26	9.93	5.92	0.00
现金流量表									
销售商品、提供劳务收到的现金	522.87	872.85	915.36	1,515.61	816.71	1,815.29	2,478.90	2,573.90	3,826.70
购买商品、接受劳务支付的现金	441.79	431.49	344.68	799.22	482.06	920.52	1,379.92	1,527.82	2,017.17
经营活动产生的现金流量净额	-117.97	23.03	135.32	90.23	-24.46	173.42	-35.42	-209.09	130.60
投资活动产生的现金流量净额	-29.00	25.23	-39.16	-131.59	-23.76	-66.47	-513.07	161.62	-174.51
筹资活动产生的现金流量净额	74.60	-36.87	58.26	19.93	-32.93	-27.74	746.10	-125.29	115.92

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,620	1,791	2,030	2,493
现金	460	358	279	303
交易性金融资产	50	0	0	0
应收账款	217	229	255	350
其它应收款	32	37	52	59
预付账款	88	105	142	176
存货	696	1,023	1,262	1,564
其他	77	40	40	41
非流动资产	553	895	1,278	1,577
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	6	0	0	1
固定资产	104	114	879	854
无形资产	72	79	81	82
在建工程	174	500	100	400
其他	196	202	217	239
资产总计	2,173	2,686	3,308	4,070
流动负债	822	1,058	1,272	1,404
短期借款	260	300	300	300
应付款项	245	372	542	611
预收账款	0	26	19	29
其他	318	360	412	464
非流动负债	0	21	21	21
长期借款	0	20	20	20
其他	0	1	1	1
负债合计	823	1,078	1,293	1,425
少数股东权益	(4)	(6)	(8)	(10)
归属母公司股东权	1,353	1,613	2,022	2,654
负债和股东权益	2,173	2,686	3,308	4,070
现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	131	122	362	388
净利润	138	227	376	602
折旧摊销	13	8	33	34
财务费用	23	40	40	40
投资损失	(4)	0	0	0
营运资金变动	57	(154)	(86)	(283)
其它	(97)	2	(1)	(4)
投资活动现金流	(175)	(174)	(416)	(338)
资本支出	210	339	380	313
长期投资	0	0	0	0
其他	(36)	(165)	36	25
筹资活动现金流	116	(50)	(25)	(26)
短期借款	260	300	300	300
长期借款	0	20	20	20
其他	(144)	(370)	(345)	(346)
现金净增加额	57	(102)	(79)	24

利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,715	5,166	6,671	8,366
营业成本	1,887	2,406	3,084	3,815
营业税金及附加	17	26	33	42
营业费用	1,438	2,131	2,718	3,347
管理费用	122	222	250	275
研发费用	48	72	93	117
财务费用	34	40	40	40
资产减值损失	(8)	(10)	(10)	(10)
公允价值变动损益	(2)	0	0	0
投资净收益	4	0	0	0
其他经营收益	3	5	5	5
营业利润	159	260	442	720
营业外收支	(0)	5	5	5
利润总额	159	265	447	725
所得税	21	38	72	123
净利润	138	227	376	602
少数股东损益	(2)	(2)	(2)	(2)
归属母公司净利润	140	229	378	604
EBITDA	208	315	522	801
EPS (最新摊薄)	0.34	0.55	0.90	1.43
主要财务比率				
	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	54.0%	39.1%	29.1%	25.4%
营业利润	751.5%	63.3%	70.0%	62.8%
归属母公司净利润	415.3%	63.0%	65.2%	59.8%
获利能力				
毛利率	49.2%	53.4%	53.8%	54.4%
净利率	3.8%	4.4%	5.7%	7.2%
ROE	10.9%	15.5%	20.9%	25.9%
ROIC	10.5%	13.6%	17.5%	0.0%
偿债能力				
资产负债率	37.9%	40.1%	39.1%	35.0%
净负债比率	61.0%	67.1%	64.2%	53.9%
流动比率	2.0	1.7	1.6	1.8
速动比率	1.0	0.6	0.5	0.5
营运能力				
总资产周转率	1.9	2.1	2.2	2.3
应收帐款周转率	21.1	22.0	26.0	26.0
应付帐款周转率	4.4	5.7	5.3	5.4
每股指标(元)				
每股收益	0.34	0.55	0.90	1.43
每股经营现金	0.32	0.30	0.87	0.92
每股净资产	3.29	3.89	4.84	6.30
估值比率				
P/E	76.4	47.1	28.5	17.8
P/B	8.0	6.7	5.3	4.1
EV/EBITDA	50.7	34.0	20.7	13.5

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 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

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>