

水羊股份 (300740)

证券研究报告

2021年04月27日

21Q1 净利十倍增长, 20 年御泥坊营收+56%, 深化四双战略争做美妆领头羊

事件: 公司发布 2020 年报及 2021Q1 季报: 2020 年营收 37.15 亿元, 同增 54.02%; 归母净利 1.40 亿元, 同增 415.28%; 扣非后归母净利 1.36 亿元, 同增 2094.56%; 归母净利率 3.78%, 同比提高 2.65Pcts。21Q1 营收 8.17 亿元, 同增 58.03%; 归母净利 0.31 亿元, 同增 1040.09%; 扣非后归母净利 0.24 亿元, 同增 1073.16%; 归母净利率 3.74%, 同比提高 3.22pcts。

双业务战略发力, 经营质量大幅改善

分业务: 御泥坊同增 56%带动自有品牌增速亮眼, 预计 21 年 Q1 同比增长 80%, 代理业务亦持续发力。20 年贴式面膜、非贴式面膜、水乳霜膏分别实现营收 9.5/5.9/19.1 亿元, yoy+5.5%/157.7%/71.9%, 核心品牌御泥坊营收增长达 56%。公司持续推进以自有品牌为核心、自有+代理双业务驱动模式。在自有品牌端巩固并提升核心品牌产品矩阵, 加强品牌间协同发展; 在代理品牌端为强生等国际大牌深度赋能, 同时积极拓展新客户。分渠道: 延续电商基因, 线上占比超 90%。公司 20 年线上渠道实现营收 33.5 亿元/yoy+55.7%, 营收占比 90.1%/yoy+0.96pcts; 其中淘系、唯品会、自有平台分别实现营收 19.4/3.8/1.2 亿元, yoy+60.2%/34.3%/180.7%, 营收占比 52.2%/10.4%/3.3%, 公司全渠道发展战略持续深化。

成本端: 面膜品类毛利率提高+产品结构持续优化带动整体毛利率提升。20 年公司毛利率 49.20%, 同比下降 1.85pcts, 主要系受公司调整成本口径影响; 一致口径下 20 年毛利率 53.55%, 同增 2.5pcts。21Q1 毛利率 51.94%, 延续趋势同增 1.57pcts。

费用端: 20 年公司期间费用率 44.18%, 其中销售费用率 38.71%, 同降 4.44pcts; 21Q1 公司期间费用率 47.94%, 同降 1.18pcts; 其中销售费用率 40.26%, 同降 2.16pcts。我们认为, 营销费用增速低于营收增速主要受益于公司在数字化的持续深入与反应更快速、触达更精准的营销策略。

现金流+库存持续优化, 经营质量大幅改善。现金流方面, 20 年公司经营活动现金流 1.31 亿元, 19 年为-2.09 亿元, 同比增长 162.46%并实现扭负为正; 20 年期末货币资金达 4.6 亿元, 同增 27.1%。库存方面, 公司 20 年存货周转天数为 152 天, 较 2019 年的 202 天减少 50 天, 库存管理水平与变现能力大幅提升。

自有品牌+代理品牌双业务开花, 研发+数字提升产品力与运营力, “四双战略”持续赋能。 1) 自有品牌方面, 公司全面升级主品牌御泥坊, 打造销量 500 万+、天猫面膜品类销量第一的热销产品氨基酸泥浆面膜, 同时积极布局新品牌与新品类, 加强协同发展。2) 代理品牌方面, 公司全面开放水羊国际平台, 打造多个 TOP1 产品, 其中深度合作品牌强生实现量价齐升, 并成功帮助多个国际品牌深入细分赛道、推出差异化爆品。3) 研发方面, 公司形成“一中心、一平台、三研究院”的研发组织体系, 专利技术超 100 项。4) 数字化方面, 公司以电商化、在线化、数据化、智能化为目标, 累计投入超 3 亿元打造数字化平台。

投资建议: 水羊股份将持续深化“四双战略”, 争做中国美妆领头羊。公司将打造以研发、产品、品牌为基底, 多品牌、多品类、多业务、全渠道的科技美妆集团, 深入新品研发与新兴平台流量的快速投放, 以科技赋能美丽, 实现长远发展。预计 2021/2022 年净利润 2.5 亿/3.9 亿, 维持“买入”评级。

风险提示: 行业竞争激烈; 新品不达预期; 代理品牌增速放缓

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,412.12	3,715.04	5,312.50	7,225.00	9,248.00
增长率(%)	7.43	54.02	43.00	36.00	28.00
EBITDA(百万元)	124.59	274.42	313.11	477.86	718.40
净利润(百万元)	27.22	140.27	246.94	386.95	589.11
增长率(%)	(79.17)	415.28	76.04	56.70	52.24
EPS(元/股)	0.07	0.34	0.60	0.94	1.43
市盈率(P/E)	387.46	75.19	42.71	27.26	17.90
市净率(P/B)	8.66	7.79	5.77	4.76	3.76
市销率(P/S)	4.37	2.84	1.99	1.46	1.14
EV/EBITDA	27.41	25.47	32.89	20.45	13.39

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	25.66 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	411.06
流通 A 股股本(百万股)	377.24
A 股总市值(百万元)	10,547.81
流通 A 股市值(百万元)	9,679.99
每股净资产(元)	3.37
资产负债率(%)	36.27
一年内最高/最低(元)	28.58/7.93

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源: 贝格数据

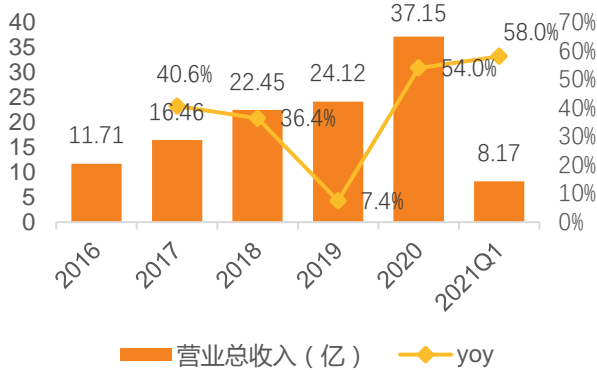
相关报告

- 《御家汇-公司点评:更名水羊股份奠定多业务方向, 发布激励谋定长期目标大超预期》 2021-03-08
- 《御家汇-公司点评:主营优化代理放量, 营收净利双双超预期》 2021-03-04
- 《御家汇-半年报点评:Q2 业绩+462%/营收+53%yoy 延续三季度高增, 御风归来趋势性改善明确》 2020-08-11

1. 事件：20 年营收+54%，21Q1 营收+58%、净利十倍增长

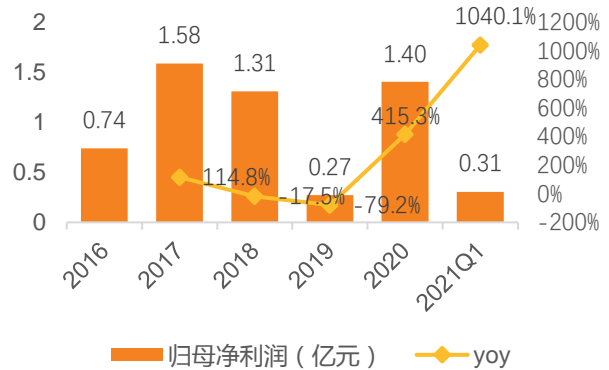
公司发布 2020 年报及 2021Q1 季报：2020 年营收 37.15 亿元，同比增长 54.02%；归母净利润 1.40 亿元，同比增长 415.28%；扣非后归母净利 1.36 亿元，同比增长 2094.56%；归母净利率 3.78%，同比提高 2.65Pcts。21Q1 营收 8.17 亿元，同比增长 58.03%；归母净利润 0.31 亿元，同比增长 1040.09%；扣非后归母净利 0.24 亿元，同比增长 1073.16%；归母净利率 3.74%，同比提高 3.22pcts。

图 1：公司 20 年营收+54%，21Q1 营收+58%



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 2：公司 21Q1 归母净利润十倍增长

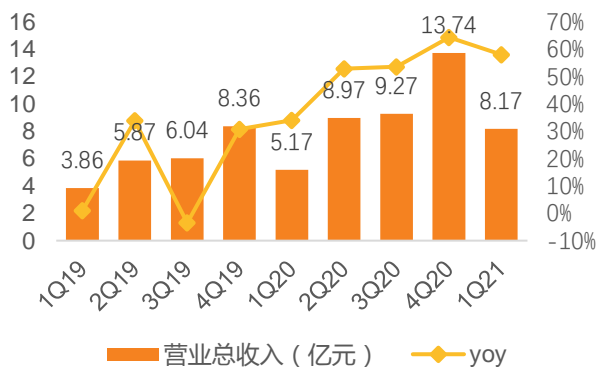


资料来源：Wind、天风证券研究所

分季度看，20Q1-21Q1 分别实现营收 5.17/8.97/9.27/13.74/8.17 亿元，分别同比增长 34.03%/52.86%/53.60%/64.35%/58.03%，季度营收均实现双位数高速增长。

公司 20Q1-21Q1 归母净利润分别为 0.03/0.31/0.39/0.68/0.31 亿元，同比增长 489.81%/462.08%/2398.17%/244.88%/1040.09%。

图 3：公司分季度营业收入



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 4：公司分季度归母净利润



资料来源：Wind、天风证券研究所

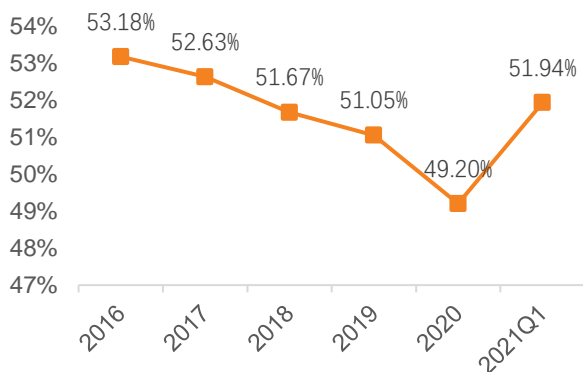
2. 双业务战略发力，经营质量大幅改善

分业务：御泥坊同增 56%带动自有品牌增速亮眼，代理业务亦持续发力。20 年贴式面膜、非贴式面膜、水乳霜膏分别实现营收 9.5/5.9/19.1 亿元，yoy+5.5%/157.7%/71.9%，高毛利非贴式面膜和水乳膏霜占比提升，核心品牌御泥坊营收增长达 56%。公司持续推进以自有品牌为核心、自有+代理双业务驱动模式。在自有品牌端巩固并提升核心品牌产品矩阵，加强品牌间协同发展；在代理品牌端为强生等国际大牌深度赋能，同时积极拓展新客户。

分渠道:延续电商基因,线上占比超90%。公司20年线上渠道实现营收33.5亿元/yoy+55.7%,营收占比90.1%/yoy+0.96pcts;其中淘系、唯品会、自有平台分别实现营收19.4/3.8/1.2亿元,yoy+60.2%/34.3%/180.7%,营收占比52.2%/10.4%/3.3%,公司全渠道发展战略持续深化,淘系平台贡献约半数营收。

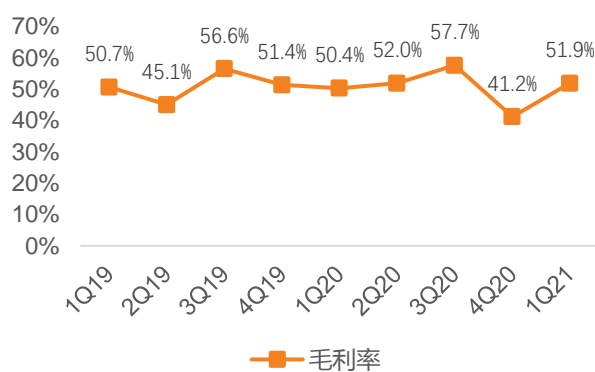
成本端:面膜品类毛利率提高+产品结构持续优化带动整体毛利率提升。2020年公司毛利率49.20%,同比下降1.85pcts,主要系受公司调整运输费用计入科目影响;一致口径下公司20年毛利率53.55%,同增2.5pct,受益于面膜产品毛利率提高、高毛利非贴式面膜营收三位数增长,营收占比提高,整体毛利率持续优化。2021Q1毛利率51.94%,同比增加1.57pcts,延续趋势。

图5:公司20年毛利率49.20%



资料来源: Wind、天风证券研究所

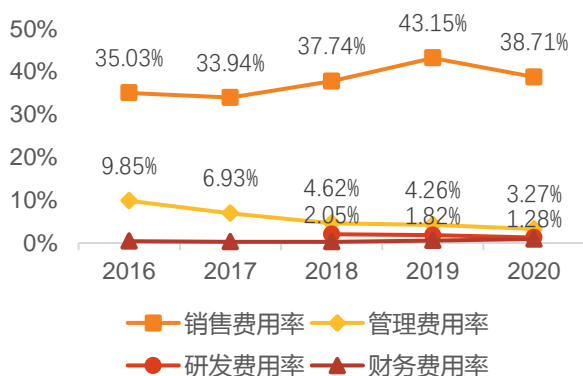
图6:公司2021Q1毛利率51.94%



资料来源: Wind、天风证券研究所

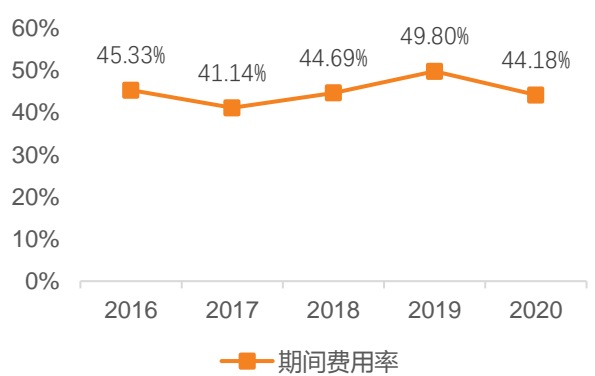
费用端:2020年公司期间费用率44.18%,其中销售费用率38.71%,同降4.44pcts;管理费用率3.27%,同降0.98pcts;研发费用率1.28%,同降0.54pcts;财务费用率0.92%,同增0.34pcts。

图7:公司20年销售费用率38.71%,同降4.44pcts



资料来源: Wind、天风证券研究所

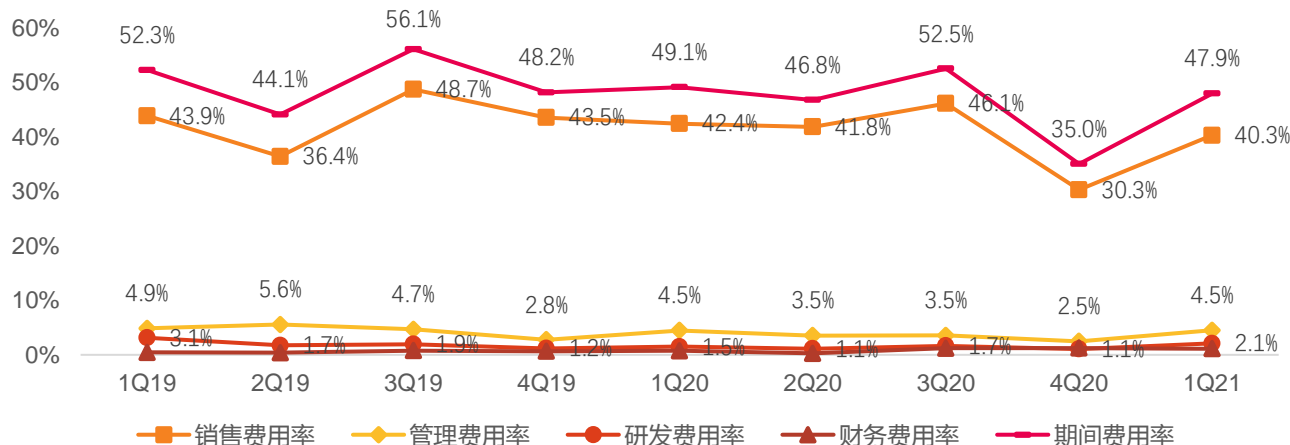
图8:公司期间费用率



资料来源: Wind、天风证券研究所

2021Q1公司期间费用率47.94%,同降1.18pcts;其中销售费用率40.26%,同降2.16pcts;管理费用率4.49%,同增0.01pcts;研发费用率2.08%,同增0.59pcts;财务费用率1.11%,同增0.38pcts。我们认为,营销费用增速低于营收增速主要受益于公司在数字化的持续深入与反应更为快速、触达更为精准的营销策略。

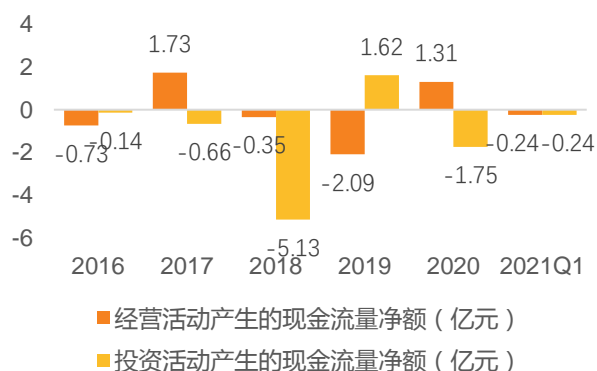
图 9：2021Q1 公司期间费用率 47.94%



资料来源：Wind、天风证券研究所

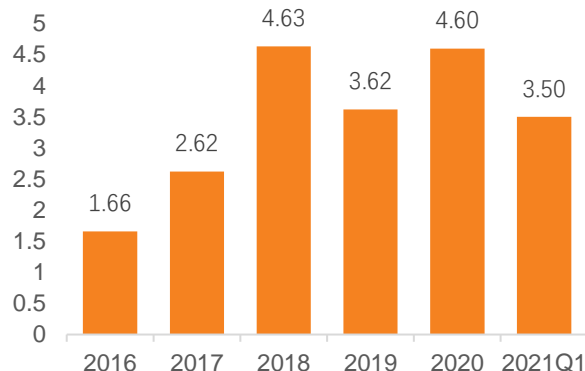
现金流+库存持续优化，经营质量大幅改善。现金流方面，20 年公司经营活动现金流 1.31 亿元，19 年为-2.09 亿元，同比增长 162.46%并实现扭负为正；20 年期末货币资金达 4.6 亿元，同增 27.1%。库存方面，公司 20 年存货周转天数为 152 天，较 2019 年的 202 天减少 50 天，库存管理水平与变现能力大幅提升。

图 10：公司 20 年经营活动现金流同增 162.46%并扭负为正



资料来源：Wind、天风证券研究所

图 11：公司期末货币资金 (亿元)



资料来源：Wind、天风证券研究所

3. 双业务开花，研发+数字提升竞争力，“四双战略”持续赋能

自有品牌+代理品牌双业务开花，研发+数字提升产品力与运营力，“四双战略”持续赋能。

1) 自有品牌方面，公司全面升级主品牌御泥坊，打造销量 500 万+、天猫面膜品类销量第一的热销产品氨基酸泥浆面膜，同时积极布局新品牌与新品类，加强协同发展。2) 代理品牌方面，公司全面开放水羊国际平台，打造多个 TOP1 产品，其中深度合作品牌强生实现量价齐升，并成功帮助多个国际品牌深入细分赛道、推出差异化爆品。3) 研发方面，公司形成“一中心、一平台、三研究院”的研发组织体系，专利技术超 100 项。4) 数字化方面，公司以电商化、在线化、数据化、智能化为目标，累计投入超 3 亿元打造数字化平台。

4. 投资建议

水羊股份将持续深化“四双战略”，争做中国美妆领头羊。公司将打造以研发、产品、品牌为基底，多品牌、多品类、多业务、全渠道的科技美妆集团，深入新品研发与新兴平台流量的快速投放，以科技赋能美丽，实现长远发展。预计 2021/2022 年净利润 2.5 亿/3.9 亿，维持“买入”评级，长期坚定看好。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	361.84	459.85	425.00	578.00	739.84
应收票据及应收账款	117.76	217.28	256.38	124.09	193.58
预付账款	74.38	87.77	150.29	164.96	203.97
存货	737.95	695.61	1,535.03	1,472.27	2,088.51
其他	197.99	159.34	292.14	231.55	233.83
流动资产合计	1,489.92	1,619.85	2,658.84	2,570.88	3,459.74
长期股权投资	0.00	6.25	6.25	6.25	6.25
固定资产	108.13	104.34	187.95	261.66	316.44
在建工程	4.02	174.24	140.54	132.33	109.40
无形资产	73.76	71.72	70.27	68.81	67.36
其他	167.06	196.11	143.36	159.08	160.87
非流动资产合计	352.96	552.66	548.36	628.13	660.32
资产总计	1,842.89	2,172.51	3,207.21	3,199.01	4,120.05
短期借款	151.86	260.00	306.65	27.30	28.65
应付票据及应付账款	322.73	352.50	787.58	708.63	980.91
其他	126.95	209.77	229.23	255.57	331.29
流动负债合计	601.54	822.27	1,323.47	991.50	1,340.85
长期借款	23.98	0.00	66.14	20.00	20.54
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.50	0.45	3.15	1.70	1.77
非流动负债合计	25.48	0.45	69.29	21.70	22.31
负债合计	627.02	822.72	1,392.76	1,013.20	1,363.16
少数股东权益	(2.40)	(3.52)	(12.48)	(28.07)	(46.11)
股本	411.12	411.06	411.06	411.06	411.06
资本公积	629.85	633.42	633.42	633.42	633.42
留存收益	1,025.08	1,168.93	1,415.87	1,802.82	2,391.94
其他	(847.78)	(860.11)	(633.42)	(633.42)	(633.42)
股东权益合计	1,215.87	1,349.79	1,814.45	2,185.81	2,756.89
负债和股东权益总计	1,842.89	2,172.51	3,207.21	3,199.01	4,120.05

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	25.37	138.19	246.94	386.95	589.11
折旧摊销	19.07	20.99	11.54	15.96	19.60
财务费用	7.93	23.11	11.76	6.65	(1.51)
投资损失	(14.24)	(3.79)	(5.00)	(8.00)	(8.00)
营运资金变动	156.73	56.63	(570.60)	186.51	(405.47)
其它	(403.96)	(104.53)	35.09	(0.29)	(42.92)
经营活动现金流	(209.09)	130.60	(270.26)	587.79	150.81
资本支出	81.33	184.49	57.30	81.45	49.93
长期投资	0.00	6.25	0.00	0.00	0.00
其他	80.29	(365.26)	(152.57)	(183.65)	(41.61)
投资活动现金流	161.62	(174.51)	(95.27)	(102.19)	8.32
债权融资	180.42	260.00	375.76	49.82	51.02
股权融资	(222.52)	(39.40)	214.92	(6.65)	1.51
其他	(83.19)	(104.68)	(260.00)	(375.76)	(49.82)
筹资活动现金流	(125.29)	115.92	330.69	(332.59)	2.71
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(172.76)	72.01	(34.85)	153.00	161.84

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,412.12	3,715.04	5,312.50	7,225.00	9,248.00
营业成本	1,180.69	1,887.11	2,534.06	3,287.38	4,013.63
营业税金及附加	11.32	17.27	24.70	33.59	43.00
营业费用	1,040.79	1,438.09	2,161.13	3,025.83	3,965.54
管理费用	102.74	121.65	267.09	304.55	310.94
研发费用	43.89	47.56	68.01	130.05	194.21
财务费用	13.92	34.16	11.76	6.65	(1.51)
资产减值损失	(20.64)	(8.46)	5.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	0.87	(1.54)	44.06	15.30	(24.89)
投资净收益	14.24	3.79	5.00	8.00	8.00
其他	5.60	16.08	(98.11)	(46.60)	33.77
营业利润	18.71	159.32	289.80	455.25	700.30
营业外收入	4.17	1.57	2.00	2.00	2.00
营业外支出	0.11	1.59	1.59	1.59	1.59
利润总额	22.77	159.30	290.21	455.66	700.71
所得税	(2.60)	21.11	52.24	84.30	129.63
净利润	25.37	138.19	237.97	371.36	571.08
少数股东损益	(1.86)	(2.08)	(8.97)	(15.59)	(18.03)
归属于母公司净利润	27.22	140.27	246.94	386.95	589.11
每股收益(元)	0.07	0.34	0.60	0.94	1.43

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	7.43%	54.02%	43.00%	36.00%	28.00%
营业利润	-88.16%	751.56%	81.90%	57.09%	53.83%
归属于母公司净利润	-79.17%	415.28%	76.04%	56.70%	52.24%
获利能力					
毛利率	51.05%	49.20%	52.30%	54.50%	56.60%
净利率	1.13%	3.78%	4.65%	5.36%	6.37%
ROE	2.23%	10.37%	13.52%	17.48%	21.02%
ROIC	3.98%	22.94%	27.37%	23.88%	39.60%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	34.02%	37.87%	43.43%	31.67%	33.09%
净负债率	-14.92%	-14.81%	-2.71%	-24.16%	-24.99%
流动比率	2.48	1.97	2.01	2.59	2.58
速动比率	1.25	1.12	0.85	1.11	1.02

营运能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
应收账款周转率	22.13	22.18	22.43	37.98	58.22
存货周转率	3.70	5.18	4.76	4.80	5.19
总资产周转率	1.29	1.85	1.98	2.26	2.53

每股指标(元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.07	0.34	0.60	0.94	1.43
每股经营现金流	-0.51	0.32	-0.66	1.43	0.37
每股净资产	2.96	3.29	4.44	5.39	6.82

估值比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率	387.46	75.19	42.71	27.26	17.90
市净率	8.66	7.79	5.77	4.76	3.76
EV/EBITDA	27.41	25.47	32.89	20.45	13.39
EV/EBIT	30.40	26.72	34.15	21.16	13.76

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com