

ww

水羊股份（300740）：自主+代理双驱动，研发数字共赋能

2021年04月27日

推荐/维持

水羊股份 公司报告

事件：公司发布 2020 年财报和 2021 年一季度报，分别实现营收 37.15/8.17 亿元，同比 +54.02%/58.03%；归母净利润 1.4/0.31 亿元，同比 +415.28%/1040.09%。

强品牌运营能力下自有品牌持续巩固，代运营业务不断放量，双轮驱动下将实现长效发展。公司主品牌御泥坊全面升级，塑造全新盛唐品牌形象；打造氨基酸泥浆面膜、美白面膜贴等爆品，进一步增强品牌影响力。主品牌御泥坊 20 年/21Q1 分别实现营收 13.83/3 亿元，同比+55.98%/86.04%，拉动公司营收高增。此外自有品牌打造御 MEN 竹炭洁面液、大水滴熬夜面膜等多款爆品驱动销售额良好表现。代理品牌方面，20 年开始全面承接强生代理业务，成功打造城野医生 377 爆款；帮助法国小众品牌 Evidens 成功提价并获得全年 8 万瓶的销售业绩，销售额提升 10 倍以上；打造意大利彩妆品牌 KIKO 的爆款产品粉饼，销售额同比+180%等。公司强品牌运营能力已得到充分验证，为持续承接新品牌奠定基础。截至目前公司已与超过 30 个国际品牌达成合作，强品牌运营能力加持下代运营业务有望持续放量，成为拉动公司发展的重要增长点，并反过来为自有品牌的发展提供有益借鉴，双轮驱动下有望实现长效发展。

品类结构持续优化，主品牌市场竞争力增强，公司整体盈利能力显著提升。代运营业务高速发展下水乳膏霜品类占比超过 50%，非贴片式面膜占比提升至 15.98%，品类结构持续优化，整体结构更趋于合理。公司 20 年毛利率 49.2%，剔除新收入准则影响同比+2.5pct.，21 年 Q1 毛利率继续提升至 51.94%。其中主品牌 20 年毛利率提升到 68.6%，较去年同期+8.54pct.为主要贡献，主品牌实现营收和毛利率的双高增反映出市场消费者对品牌和产品的认可度不断提高，有望实现从产品拉动向品牌驱动增长转变。销售费用率和管理费用率 20 年同比下降 4.4pct.和 1.53pct.，经营效率提高带动盈利能力的显著增强。

研发赋能产品，数字赋能组织，年轻化、智能化管理运营为长期发展蓄力。公司参与多项行业标准制定，并与多个高校建立合作，20 年申请了 24 项发明专利，在泥浆原料高度提纯技术、小分子玻尿酸等多项原料上掌握独有技术，将为产品开发持续赋能；数字化建设方面累计投入超 3 亿元，管理千万级消费者数据，支持千万级日订单处理能力，并拟投资 8 亿元建立全球面膜智能生产基地，为品牌产品提供强研发生产支持。公司整体管理年轻化、智能化，双科技赋能战略下为长期发展蓄力。

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,489.92	3,715.04	4,905.85	6,275.76	7,798.21
增长率（%）	7.43%	54.02%	32.05%	27.92%	24.26%
净利润（百万元）	27.22	140.27	238.53	363.31	577.33
增长率（%）	-79.17%	415.28%	70.04%	52.31%	58.91%

公司简介：

公司是一家依托互联网创立，并逐步发展起来，以自主品牌为核心的“互联网+美妆”企业。公司是中国 A 股首家 IPO 电商上市公司，是中国面膜行业标准和《中国国家标准》的起草与制定单位之一，国际化妆品化学家协会学会联盟全球首家面膜企业金牌会员。

资料来源：wind、东兴证券研究所

未来 3-6 个月重大事项提示：

暂无

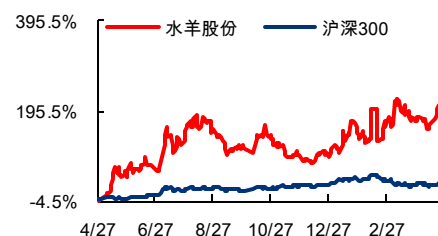
发债及交叉持股介绍：

暂无

交易数据

52 周股价区间（元）	27.36-8.19
总市值（亿元）	105.48
流通市值（亿元）	96.8
总股本/流通 A 股（万股）	41,106/37,724
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	5.84

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：赵莹

010-66555446

zhaoying_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070001

研究助理：魏宇萌

weiyum@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070031

净资产收益率 (%)	2.23%	10.37%	15.54%	24.68%	41.86%
每股收益(元)	0.07	0.37	0.58	0.88	1.40
PE	366.57	69.35	44.22	29.03	18.27
PB	8.66	7.79	6.87	7.16	7.65

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

盈利预测：公司自有品牌不断加强，代理业务持续拓展，且研发和数字化建设提供长久动力，预计公司 21-23 年归母净利润 2.39/3.63/5.77 亿元，同比增速 70%/52.3%/58.9%，EPS 为 0.58/0.88/1.4，对应 PE 为 44.2/29/18.3，维持“推荐”评级。

风险提示：市场竞争加剧，新品牌孵化不及预期，代理业务拓展不及预期。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	1490	1620	2360	2754	3469	营业收入	2412	3715	4906	6276	7798
货币资金	362	460	607	777	965	营业成本	1181	1887	2479	3108	3820
应收账款	118	217	263	351	427	营业税金及附加	11	17	23	29	36
其他应收款	18	32	42	54	68	营业费用	1041	1438	1962	2510	3041
预付款项	74	88	88	99	106	管理费用	103	122	172	217	265
存货	738	696	1232	1345	1775	财务费用	14	34	23	45	73
其他流动资产	44	77	77	77	77	研发费用	44	48	52	58	63
非流动资产合计	353	553	575	560	548	资产减值损失	-20.64	-8.46	-14.55	-11.51	-13.03
长期股权投资	0	6	6	6	6	公允价值变动收益	0.87	-1.54	0.00	0.00	0.00
固定资产	108	104	96	88	79	投资净收益	14.24	3.79	0.00	0.00	0.00
无形资产	74	72	70	69	68	加: 其他收益	7.40	3.26	3.26	3.26	3.26
其他非流动资产	0	7	0	0	0	营业利润	19	159	212	324	516
资产总计	1843	2173	2935	3314	4017	营业外收入	4.17	1.57	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	602	822	1406	1850	2649	营业外支出	0.11	1.59	0.00	0.00	0.00
短期借款	152	260	687	1035	1673	利润总额	23	159	212	324	516
应付账款	206	245	372	432	552	所得税	-3	21	-24	-37	-59
预收款项	6	0	0	0	0	净利润	25	138	236	361	575
一年内到期的非流动负债	5	0	0	0	0	少数股东损益	-2	-2	-3	-3	-3
非流动负债合计	25	0	0	0	0	归属母公司净利润	27	140	239	363	577
长期借款	24	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	627	823	1406	1850	2649	成长能力					
少数股东权益	-2	-4	-6	-9	-11	营业收入增长	7.43%	54.02%	32.05%	27.92%	24.26%
实收资本(或股本)	411	411	411	411	411	营业利润增长	-88.16%	751.56%	32.95%	52.87%	59.32%
资本公积	630	633	633	633	633	归属于母公司净利润增长	-79.17%	415.28%	70.04%	52.31%	58.91%
未分配利润	377	517	468	404	295	获利能力					
归属母公司股东权益合计	1218	1353	1535	1472	1379	毛利率(%)	51.05%	49.20%	49.46%	50.47%	51.02%
负债和所有者权益	1843	2173	2935	3314	4017	净利率(%)	1.05%	3.72%	4.81%	5.75%	7.37%
现金流量表						偿债能力					
单位: 百万元						8.65%					
2019A						2.23%					
2020A						10.37%					
2021E						15.54%					
2022E						24.68%					
2023E						41.86%					
经营活动现金流	-209	131	-175	291	292	偿债能力					
净利润	25	138	236	361	575	资产负债率(%)	34%	38%	48%	56%	66%
折旧摊销	-54.35	13.37	9.78	8.35	8.35	流动比率	2.48	1.97	1.68	1.49	1.31
财务费用	14	34	23	45	73	速动比率	1.25	1.12	0.8	0.76	0.64
应收账款减少	0	0	-46	-88	-76	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.29	1.85	1.92	2.01	2.13
投资活动现金流	162	-175	-32	-10	-8	应收账款周转率	22	22	20	20	20
公允价值变动收益	1	-2	0	0	0	应付账款周转率	8.90	16.48	15.91	15.61	15.85
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	14	4	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.07	0.37	0.58	0.88	1.40
筹资活动现金流	-125	116	355	-112	-95	每股净现金流(最新摊薄)	-0.42	0.18	0.36	0.41	0.46
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.96	3.29	3.73	3.58	3.36
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	139	0	0	0	0	P/E	366.57	69.35	44.22	29.03	18.27
资本公积增加	-124	4	0	0	0	P/B	8.66	7.79	6.87	7.16	7.65
现金净增加额	-173	72	147	170	188	EV/EBITDA	88.23	37.42	43.44	28.57	18.82

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

单击此处输入文字。

报告类型	标题	日期
公司普通报告	御家汇：更名标志迈向多业务发展时代，高股权激励目标彰显信心	2021-03-08
公司普通报告	御家汇：卓越品牌运营能力推动“自有+代理”业务齐飞	2021-02-25
公司深度报告	御家汇：业务拓展与品牌运营双轮驱动，互联网美妆龙头再起航	2021-01-28

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

赵莹

澳大利亚国立大学会计学硕士，曾任职于德勤华永会计师事务所。2018 年加入东兴证券研究所，从事商贸零售行业研究。

研究助理简介

魏宇萌

中国人民大学经济学学士，金融硕士。2020 年 7 月加入东兴证券研究所，主要负责免税、百货、超市、化妆品等研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526