

自有品牌培育+抖音渠道布局, 成效已现

——水羊股份点评报告

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

报告导读

公司发布公告, 御投投资(员工持股平台)减持完毕, 股权占比由 5.48% 减至 4.39%。市场参考淘数据判断公司经营态势的方式会造成一些认知偏差, 同时我们认为随着公司业绩高成长趋势的逐季确认, 市盈率中枢有望往 PEG=1 方向靠拢, 继续提示买入。

投资要点

- 持续推进自有品牌的建设和升级, 逐步建立起良好的品牌矩阵。**
核心品牌御泥坊品牌标签持续优化: 以九道水飞、八繁九制、重酿发酵为核心工艺, 实现业绩高速增长, 从天猫旗舰店显示来看, 新品八繁九制霜、耀白淡斑面膜等月销量均破万。**以小迷糊为代表的新锐品牌仍处于养好品牌资产阶段, 成果已现:** 小迷糊推出全新 IP 形象 MIHOO, 并于 2021 年 2 月签约青年演员赵露思, 从天猫旗舰店销售的估算来看, 5 月同比增长约翻倍。得益于公司内部爆款打造经验丰富, 小迷糊成功打爆单品“战痘泥”, 截至 21 年 6 月 8 日, 天猫旗舰店月销超 20 万件, 月付款 27 万人。
- 丰富渠道布局, 与抖音、京东、拼多多等主流电商平台建立深度合作关系。** 御泥坊抖音数据亮眼, 从飞瓜数据来看, 5 月抖音渠道御泥坊旗舰店及御泥坊御美旗舰店 GMV 合计约 2000 万元。**自有品牌小迷糊、代理品牌城野医生、李施德林、露得清等亦在发力。**“城野医生”通过抖音投放, 打造内容电商生态, 品牌爆款 377 精华, 实现同期对比淘内渠道平销销售提升 30%; “李施德林”通过抖音投放积累打造樱花蜜桃漱口水爆款带动女性用户提升, 同时孵化功效型新品抗敏感漱口水, 实现业绩增长。
- 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, 且在持续新接和品牌重塑。预计 21/22/23 年归母净利达到 2.29/3.78/6.04 亿元, 同比增长 63%/65%/60%, 对应估值 38.7X/23.4X/14.7X。剔除股权激励成本影响, 21/22/23 年归母净利约 2.7/4.1/6.2 亿元, 同比增长约 90%/50%/50%。随着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 | 378 | 604 |
| (+/-) | 415.3% | 63.0% | 65.2% | 59.8% |
| 每股收益(元) | 0.34 | 0.55 | 0.90 | 1.43 |
| P/E | 62.8 | 38.7 | 23.4 | 14.7 |

评级

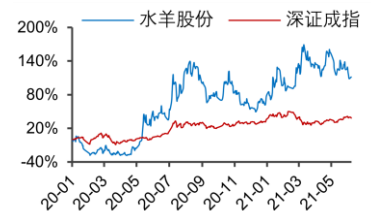
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥21.52

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

- 《水羊股份年报&一季报点评: 用现代科技重现盛唐文化》, 御泥坊崭新出发》2021.04.25
- 《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
- 《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
- 《水羊股份点评: PE 股东减持近尾声, 高增长持续兑现》2020.12.14
- 《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

表附录：三大报表预测值

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 单位: 百万元 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 1,620 | 1,791 | 2,030 | 2,493 | 营业收入 | 3,715 | 5,166 | 6,671 | 8,366 |
| 现金 | 460 | 358 | 279 | 303 | 营业成本 | 1,887 | 2,406 | 3,084 | 3,815 |
| 交易性金融资产 | 50 | 0 | 0 | 0 | 营业税金及附加 | 17 | 26 | 33 | 42 |
| 应收账款 | 217 | 229 | 255 | 350 | 营业费用 | 1,438 | 2,131 | 2,718 | 3,347 |
| 其它应收款 | 32 | 37 | 52 | 59 | 管理费用 | 122 | 222 | 250 | 275 |
| 预付账款 | 88 | 105 | 142 | 176 | 研发费用 | 48 | 72 | 93 | 117 |
| 存货 | 696 | 1,023 | 1,262 | 1,564 | 财务费用 | 34 | 40 | 40 | 40 |
| 其他 | 77 | 40 | 40 | 41 | 资产减值损失 | (8) | (10) | (10) | (10) |
| 非流动资产 | 553 | 895 | 1,278 | 1,577 | 公允价值变动损益 | (2) | 0 | 0 | 0 |
| 金额资产类 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 4 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 6 | 0 | 0 | 1 | 其他经营收益 | 3 | 5 | 5 | 5 |
| 固定资产 | 104 | 114 | 879 | 854 | 营业利润 | 159 | 260 | 442 | 720 |
| 无形资产 | 72 | 79 | 81 | 82 | 营业外收支 | (0) | 5 | 5 | 5 |
| 在建工程 | 174 | 500 | 100 | 400 | 利润总额 | 159 | 265 | 447 | 725 |
| 其他 | 196 | 202 | 217 | 239 | 所得税 | 21 | 38 | 72 | 123 |
| 资产总计 | 2,173 | 2,686 | 3,308 | 4,070 | 净利润 | 138 | 227 | 376 | 602 |
| 流动负债 | 822 | 1,058 | 1,272 | 1,404 | 少数股东损益 | (2) | (2) | (2) | (2) |
| 短期借款 | 260 | 300 | 300 | 300 | 归属母公司净利润 | 140 | 229 | 378 | 604 |
| 应付款项 | 245 | 372 | 542 | 611 | EBITDA | 208 | 315 | 522 | 801 |
| 预收账款 | 0 | 26 | 19 | 29 | EPS (最新摊薄) | 0.34 | 0.55 | 0.90 | 1.43 |
| 其他 | 318 | 360 | 412 | 464 | 主要财务比率 | | | | |
| 非流动负债 | 0 | 21 | 21 | 21 | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 长期借款 | 0 | 20 | 20 | 20 | 成长能力 | | | | |
| 其他 | 0 | 1 | 1 | 1 | 营业收入 | 54.0% | 39.1% | 29.1% | 25.4% |
| 负债合计 | 823 | 1,078 | 1,293 | 1,425 | 营业利润 | 751.5% | 63.3% | 70.0% | 62.8% |
| 少数股东权益 | (4) | (6) | (8) | (10) | 归属母公司净利润 | 415.3% | 63.0% | 65.2% | 59.8% |
| 归属母公司股东权益 | 1,353 | 1,613 | 2,022 | 2,654 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 2,173 | 2,686 | 3,308 | 4,070 | 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 | 62.8 | 38.7 | 23.4 | 14.7 |
| | | | | | P/B | 6.5 | 5.5 | 4.4 | 3.3 |
| | | | | | EV/EBITDA | 41.5 | 27.9 | 17.0 | 11.1 |

| 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 |

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“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>