

水羊股份(300740)

点评报告

行业公司研究—贸易III—

证券研究报告

# 厚积薄发，御泥坊品牌重塑踏上新征程

## ——水羊股份点评报告

✍️：陈腾曦 执业证书编号：S1230520080010  
☎️：021-80105934  
✉️：chentengxi@stocke.com.cn

### 报告导读

高速成长中的美妆品牌运营企业，主品牌御泥坊的高质量增长有望持续超预期预期，抬升公司估值水准。

### 投资要点

- **主品牌御泥坊：摆脱价格战，重塑品牌，20年焕然一新，21Q1高增再确认，迈向承载“盛唐文化”的全品类、全渠道、大体量美妆品牌。**
  - 1) 御泥坊历史上曾历经价格战，价位30-40元。2020年产品体系改造升级成功，价格提升至90-100元，盈利质量显著改善。
  - 2) 品牌重塑定位“用现代科技重现盛唐文化与记忆”，推出九法泥浆面膜、八繁九制霜以及云想衣裳花想容妆奁，并充分利用抖音、小红书等渠道曝光，与盛唐文化绑定加深，将受益于文化自信觉醒下的国潮东风。
  - 3) 市场对御泥坊的前景认知不足，与盛唐文化绑定的加深，有助于品类延展。从御泥坊天猫旗舰店销售显示来看，截至2021年7月7日，氨基酸水乳套装销量位居店铺第四名，月销1.5万件。
  - 4) 公司已摆脱“淘品牌”标签，拥抱抖音为代表的渠道及建设线下渠道网点，发挥不同渠道优势，打造全渠道大体量美妆品牌。
- **618成绩卓著，公司杰出的品牌运营能力已屡获证明。**2020年以来，自有品牌御泥坊“氨基酸泥浆面膜”、“耀白淡斑面膜”、小迷糊“战痘泥”面膜均被成功打爆，代理品牌数十款产品进入今年618单品第一第二榜单，城野医生377美白淡斑精华、露得清健康修护养肤晚霜、李施德林果味漱口水、KIKO轻薄干湿两用哑光粉饼销量分别超过21万、39万、26万、25万件，新引入品牌培健生发泡沫一跃突破2万件。
- **国际品牌代理赛道优秀，卡位领先，品牌深度服务优势突出。**
  - 1) 跨境进口市场空间大、增速快。天猫国际2019年增速超过178%。而从消费趋势来看，年轻人在跨境进口消费方面的支出远高于其他年龄段。
  - 2) 海外品牌确实更需要优秀运营商：一方面出于对于近年来中国市场的日新月异的变化的不适应性，本土化的优质运营团队作用凸显；另一方面，从海外品牌企业的组织结构设置来看，本部主抓研发与品牌，全球各个区域市场通常是通过与本土运营商的深度绑定合作来进行开拓，中国市场上，仅有少部分国际大品牌自建团队运营。因此，具备多品牌、多品类、全渠道综合运营能力的公司的重要性日益凸显。
  - 3) 公司15年率先开始代理海外品牌，造就了城野医生的增长神话，并且进一步绑定强生集团，充分证明了公司自身能力，强生旗下众多细分领域优质品牌也成为公司未来重要增长点。
  - 4) 公司拥有全渠道自主品牌的成功运营经验，可为给品牌企业提供在中国进行品牌重塑的全方面服务和全渠道买断的代理服务，预计将在海外品牌代理赛道中保持领先。

### 评级

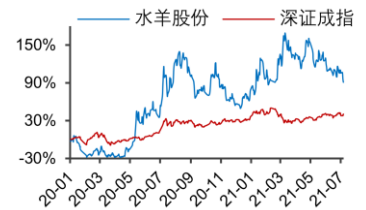
### 买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥19.42

### 单季度业绩

### 元/股

1Q/2021 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 《水羊股份业绩预告点评：业绩增速超预期，高成长继续确认》2021.06.24
- 2 《水羊股份点评报告：自有品牌培育+抖音渠道布局，成效已现》2021.06.08
- 3 《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
- 4 《水羊股份点评：业务双轮驱动，大股东及高管承诺不减持股彰显信心》2021.03.17
- 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

- **催化剂：**半年报已预告高增，单 Q2 归母净利润约 5545-6045 万元，预计同比增长 79%-95 %。半年报发布后预计将披露主品牌御泥坊详细增长情况，我们将看到御泥坊本身的潜力与空间。
- **盈利预测及估值：**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，且在持续新接品牌。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 34.9X/21.1X/13.2X。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%。公司属于高速增长中的美妆品牌运营企业，主品牌御泥坊的高质量增长有望持续超市场预期，抬升公司估值水准，逐步由“美妆代运营企业”向“美妆品牌企业”靠拢，上涨空间可观，继续提示“买入”。
- **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	56.7	34.9	21.1	13.2

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>1,620</b>	<b>1,791</b>	<b>2,030</b>	<b>2,493</b>	<b>营业收入</b>	<b>3,715</b>	<b>5,166</b>	<b>6,671</b>	<b>8,366</b>
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)
<b>非流动资产</b>	<b>553</b>	<b>895</b>	<b>1,278</b>	<b>1,577</b>	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	<b>营业利润</b>	<b>159</b>	<b>260</b>	<b>442</b>	<b>720</b>
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	<b>利润总额</b>	<b>159</b>	<b>265</b>	<b>447</b>	<b>725</b>
其他	196	202	217	239	所得税	21	38	72	123
<b>资产总计</b>	<b>2,173</b>	<b>2,686</b>	<b>3,308</b>	<b>4,070</b>	<b>净利润</b>	<b>138</b>	<b>227</b>	<b>376</b>	<b>602</b>
<b>流动负债</b>	<b>822</b>	<b>1,058</b>	<b>1,272</b>	<b>1,404</b>	少数股东损益	(2)	(2)	(2)	(2)
短期借款	260	300	300	300	<b>归属母公司净利润</b>	<b>140</b>	<b>229</b>	<b>378</b>	<b>604</b>
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	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	<b>0</b>	<b>21</b>	<b>21</b>	<b>21</b>		<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
长期借款	0	20	20	20	<b>成长能力</b>				
其他	0	1	1	1	营业收入	54.0%	39.1%	29.1%	25.4%
<b>负债合计</b>	<b>823</b>	<b>1,078</b>	<b>1,293</b>	<b>1,425</b>	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	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,173</b>	<b>2,686</b>	<b>3,308</b>	<b>4,070</b>	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%
					<b>偿债能力</b>				
					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
					<b>营运能力</b>				
					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
					<b>每股指标(元)</b>				
					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
					<b>估值比率</b>				
					P/E	56.7	34.9	21.1	13.2
					P/B	5.9	4.9	3.9	3.0
					EV/EBITDA	37.4	25.2	15.4	10.0

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>