

水羊股份（300740）：多品类、多品牌、全渠道协同助力业务高速发展

2022 年 5 月 2 日

推荐/维持

水羊股份

公司报告

事件：水羊股份发布 2021 年年报和 22 年一季报，公司 21 年和 22 年 Q1 分别实现营业收入 50.10 亿元和 10.46 亿元，分别同比+34.86%和+27.96%；分别实现归母净利润 2.36 亿元和 0.42 亿元，分别同比+68.54%和+36.10%。**坚持自主+代理双业务驱动战略，代理业务快速发展拉动营收高增。**凭借较强的品牌理解力、多渠道运营能力等，公司代理业务高速发展，成为拉动 21 年营收高增的主要驱动。**强生系**已进入良性轨道，其中**城野医生**的 377 美白淡斑精华大促销售跃居天猫国际美妆精华 TOP1，**露得清**大单品及品牌总营收均大幅增长，生发品牌 **Rogaine** 京东销量同比+超 200%；**非强生系**总体利润率较为优异，**KIKO** 大单品干湿两用粉饼热度和体量在细分领域遥遥领先，**ZELENS** 销售额连续两年同比+超 100%。21 年引入国际著名美妆品牌 Cellex-C、西班牙专业皮肤管理院线品牌美斯蒂克等品牌，合作品牌持续拓展。公司的品牌代理能力已得到市场验证，随着品牌模型的逐渐成熟和新品牌的引入，代理业务将持续放量。

推进自有品牌迭代升级，高研发投入为品牌升级战略赋能。公司积极推进自有品牌迭代升级，塑造全新品牌形象。目前新锐品牌**大水滴**品牌升级已完成，明星单品熬夜面膜和 3 点祛痘精华销量速增。主品牌**御泥坊**、子品牌**小迷糊**和男士品牌**御 MEN**仍处于升级转型中，叠加疫情反复影响，短期销售表现相对较弱，22 年 Q1 销售额微跌，但品牌毛利率逐步提升，预计品牌升级将于 22 年 Q2 或 Q3 完成，销售额有望企稳回升。代理业务的快速发展和自有品牌的升级迭代共同促进产品结构优化，21 年水乳膏霜营收占比提升 13.16pct. 至 64.64%，品类毛利率同比+0.59pct.，由此拉动公司整体毛利率同比+2.87pct.至 52%。公司持续加强研发投入，21 年研发费用同比+38.7%，共申请 38 项专利，授权 29 项专利。公司推出了多项自研新原料，如行业最小分子玻尿酸，并推出微 800 系列产品，市场反响优异。此外，公司着力搭建行内最大研发场地，着重于拆分细分品类进行配方研发。**高研发投入将为新品研发和品牌升级提供技术支持，随着品牌升级完成，公司自有品牌的产品力和品牌力有望提升，带来市场竞争力的增强，拉动营收和毛利率的双高增。**

全渠道运营能力持续提升，建设数字化运营体系赋能业务发展。21 年第三方平台营收占比 86.8%为最主要收入渠道，其中抖音渠道逐步释放优势，大水滴品牌抖音占比 40%，新锐品牌抖音占比超过淘系；21 年线下在屈臣氏、沃尔玛、家乐福等各大百货及专营店上架，积极推进线上线下全渠道覆盖。同时，公司积极进行私域流量运营，自有平台营收同比+172.45%，占比提升 3.4pct.至 6.73%，自有小程序“水羊潮妆”新增用户超千万，成交订单数同比+80%。与此同时，公司致力于数字化建设与运营，通过数字赋能组织，以提高业务开展、管理决策的效率和能力，公司运营效率有望持续提升。

盈利预测：公司目前已经建立起多品类、多品牌、全渠道的运营管理能力，看好强运营和品牌培育能力下代理业务的高速增长，自有品牌升级迭代后产品和品牌力有望提升，全渠道拓展助力营收实现。预计公司 22-24 年实现归母净利润 3.45、5 和 7.07 亿元，EPS 为 0.84、1.22 元和 1.72 元，对应 PE 为 14、10 和 7 倍。维持“推荐”评级。

公司简介：

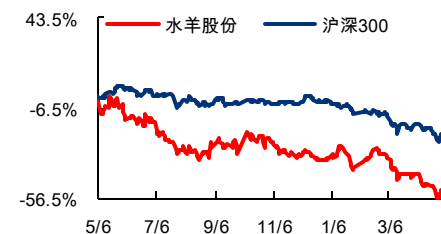
水羊股份主要从事化妆品的研发、生产与销售，产品品牌主要包括“御泥坊”、“小迷糊”、“御 MEN”、“大水滴”、“花瑶花”、“HPH”等，同时开拓了海外品牌代理业务，产品品类覆盖面膜、水乳膏霜、彩妆、个护清洁等化妆品领域。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间（元）	25.96-10.61
总市值（亿元）	47.87
流通市值（亿元）	43.98
总股本/流通 A 股（万股）	41,159/41,159
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	3.97

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

分析师：王紫

010-66554104

wangzi@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520050002

研究助理：魏宇萌

010-66555446

weiy m@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070031

研究助理：刘雪晴

010-66554026

liuxq@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120080007

风险提示：市场竞争加剧，品牌升级迭代效果不及预期。

财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	1,619.85	5,010.12	6,436.89	8,203.78	10,198.80
增长率（%）	54.02%	34.86%	28.48%	27.45%	24.32%
归母净利润（百万元）	140.27	236.42	345.31	500.09	706.63
增长率（%）	415.28%	68.54%	46.06%	44.82%	41.30%
净资产收益率（%）	10.37%	14.78%	18.14%	24.57%	31.63%
每股收益(元)	0.37	0.62	0.84	1.22	1.72
PE	31.43	18.76	13.84	9.56	6.77
PB	3.53	2.99	2.51	2.35	2.14

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

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				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产合计	1620	1680	2217	2735	3404	营业收入	3715	5010	6437	8204	10199	
货币资金	460	440	566	721	897	营业成本	1887	2402	3098	3962	4917	
应收账款	217	280	368	464	579	营业税金及附加	17	20	28	35	44	
其他应收款	32	40	52	66	82	营业费用	1438	2029	2575	3199	3876	
预付款项	88	120	120	147	164	管理费用	122	193	245	312	388	
存货	696	728	1040	1266	1611	财务费用	34	36	33	39	57	
其他流动资产	77	31	31	31	31	研发费用	48	66	79	95	114	
非流动资产合计	553	1065	906	892	880	资产减值损失	-8.46	-6.64	-7.55	-7.10	-7.33	
长期股权投资	6	6	6	6	6	公允价值变动收益	-1.54	0.00	0.00	0.00	0.00	
固定资产	104	106	97	89	80	投资净收益	3.79	11.76	0.00	0.00	0.00	
无形资产	72	70	69	67	66	加：其他收益	3.26	14.32	14.32	14.32	14.32	
其他非流动资产	7	190	0	0	0	营业利润	159	279	402	583	825	
资产总计	2173	2745	3123	3626	4284	营业外收入	1.57	1.79	0.00	0.00	0.00	
流动负债合计	822	1008	1083	1457	1920	营业外支出	1.59	0.46	0.00	0.00	0.00	
短期借款	260	523	436	777	1097	利润总额	159	280	402	583	825	
应付账款	245	135	284	291	405	所得税	21	45	59	85	121	
预收款项	0	0	0	0	0	净利润	138	235	343	498	704	
一年内到期的非流动负债	0	11	11	11	11	少数股东损益	-2	-1	-3	-3	-3	
非流动负债合计	0	144	130	130	130	归属母公司净利润	140	236	345	500	707	
长期借款	0	129	129	129	129	主要财务比率						
应付债券	0	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
负债合计	823	1152	1214	1588	2050	成长能力						
少数股东权益	-4	-6	-8	-11	-13	营业收入增长	54.02%	34.86%	28.48%	27.45%	24.32%	
实收资本（或股本）	411	412	411	411	411	营业利润增长	751.56	74.95%	44.06%	45.15%	41.51%	
资本公积	633	669	669	669	669	归属于母公司净利润增长	415.28	68.54%	46.06%	44.82%	41.30%	
未分配利润	517	750	858	1012	1232	获利能力						
归属母公司股东权益合计	1353	1599	1904	2036	2234	毛利率(%)	49.20%	52.07%	51.87%	51.71%	51.79%	
负债和所有者权益	2173	2745	3110	3613	4271	净利率(%)	3.72%	4.70%	5.33%	6.07%	6.90%	
现金流量表				单位: 百万元		总资产净利润（%）	6.46%	8.61%	11.06%	13.79%	16.49%	
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	ROE（%）	10.37%	14.78%	18.14%	24.57%	31.63%	
经营活动现金流	131	199	131	226	425	偿债能力						
净利润	138	235	343	498	704	资产负债率(%)	38%	42%	39%	44%	48%	
折旧摊销	13.37	14.08	9.86	8.45	8.45	流动比率	1.97	1.67	2.05	1.88	1.77	
财务费用	34	36	33	39	57	速动比率	1.12	0.94	1.09	1.01	0.93	
应收帐款减少	0	0	-88	-96	-116	营运能力						
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.85	2.04	2.20	2.44	2.59	
投资活动现金流	-175	-493	125	-33	-33	应收账款周转率	22	20	20	20	20	
公允价值变动收益	-2	0	0	0	0	应付账款周转率	16.48	26.43	30.79	28.57	29.30	
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标（元）						
投资收益	4	12	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.37	0.62	0.84	1.22	1.72	
筹资活动现金流	116	355	-131	-37	-217	每股净现金流(最新摊薄)	0.18	0.15	0.31	0.38	0.43	
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.29	3.89	4.63	4.95	5.43	
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率						
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	31.43	18.76	13.84	9.56	6.77	
资本公积增加	4	35	0	0	0	P/B	3.53	2.99	2.51	2.35	2.14	
现金净增加额	72	61	125	155	175	EV/EBITDA	16.57	12.59	10.79	7.88	5.74	

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	水羊股份（300740）：双业务驱动战略持续推进，业绩高质量增长	2021-08-30
行业普通报告	农药产业“十四五”规划出炉，引导行业高质量发展	2022-02-23

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王紫

对外经济贸易大学管理学学士，法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018 年 5 月加入东兴证券研究所，一年港股消费及策略研究经验，目前全面负责商贸零售与社会服务行业研究。2020 年度 Wind 金牌分析师“餐饮旅游行业第三名”、《财经》研究金榜“最佳选股分析师”，2021 年度 Wind 金牌分析师“餐饮旅游行业第二名”。

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，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责化妆品、免税、电商、传统零售、珠宝等研究方向。

刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020 年 8 月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责旅游酒店、餐饮、教育人服、本地生活、医美等研究方向。

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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

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（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数）：

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