

水羊股份 (300740)

证券研究报告

2022年01月13日

21年业绩预告超预期，双业务驱动多渠道均衡发展营运质量持续改善，低估值高成长！

事件：

公司披露 2021 年业绩预告，预计 21 年归母净利润为 2.3-2.65 亿元，同比增长 63.97% - 88.92%，21Q4 归母净利润 0.83-1.18 亿元，同比增长 22.56%-74.04%。基于 20Q4 高增速情况下归母净利润仍保持快速增长，主要因为各项业务实现了较快发展，营业收入实现较快增长，产品结构改善提升毛利水平，公司整体盈利能力改善。另外，2021 年公司股权激励摊销费用以及非经常性损益对净利润影响分别约 2,600 万元和 1,500 万元。

点评：

自有品牌+代理品牌双业务驱动，多渠道均衡发展，研发+数字化提升产品及运营。

- 1) 自有品牌方面，御泥坊推出新品微 800 次抛等，持续进行品牌升级、优化产品结构和提高客单价拉升毛利率，新锐品牌小迷糊快速发展，加强品牌协同发展。
- 2) 代理品牌方面，全面开放水羊国际平台，城野医生、KIKO 等多个国际品牌表现强劲，向 CP (China-Partner) 方向差异化竞争，整体保持健康良性发展。
- 3) 研发方面，持续加大投入及储备，优化制备工艺提升效率，参与指定两项国家标准发布执行，申请 24 项国家发明专利，获 11 项发明专利，酶切小分子透明质酸实现优化及量产，与中科院上海有机化学研究所达成合作，“一站式产品选用中心”建设持续推进，研发新品转化率提升。
- 4) 渠道方面，四季度加快其他渠道投放，快手、抖音合计 GMV 过亿，占比持续扩大。
- 5) 数字化方面以电商化、在线化、数据化、智能化为目标打造数字化平台。

投资建议：

水羊股份持续深化“四双战略”，在自有品牌持续优化的同时，代理业务也多开花跑通模式，逐步实现营收净利双高增目标，坚持打造以研发、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 22-23 年利润分别为 3.5/5.2 亿，对应现阶段市值 19/13x，低估值高弹性！

风险提示：宏观经济下行风险；行业竞争加剧风险；新品上市不及预期风险；品牌发展不及预期风险

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	17.58 元
目标价格	元

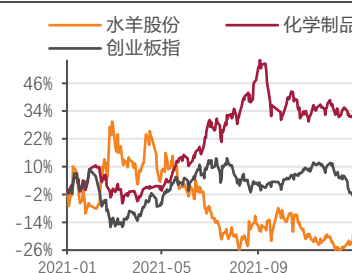
基本数据

A 股总股本(百万股)	411.06
流通 A 股股本(百万股)	377.31
A 股总市值(百万元)	7,226.44
流通 A 股市值(百万元)	6,633.05
每股净资产(元)	3.72
资产负债率(%)	44.81
一年内最高/最低(元)	28.58/15.27

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：聚源数据

相关报告

- 1 《水羊股份-季报点评:21Q1-3 归母净利润 yoy+102.91%，营运质量持续改善持续发力科技美妆集团》 2021-10-29
- 2 《水羊股份-半年报点评:21H1 营收净利双高增，营运质量持续改善，坚定“四双战略”发力科技美妆集团》 2021-08-30
- 3 《水羊股份-公司点评:中报业绩预告超预期，万里挑一获“消费者首选品牌”》 2021-06-28

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	5,145.32	6,663.19	8,229.05
增长率(%)	7.43	54.02	38.50	29.50	23.50
EBITDA(百万元)	124.59	274.42	291.40	430.37	637.34
净利润(百万元)	27.22	140.27	229.71	348.18	521.51
增长率(%)	(79.17)	415.28	63.76	51.57	49.78
EPS(元/股)	0.07	0.34	0.56	0.85	1.27
市盈率(P/E)	265.46	51.52	31.46	20.75	13.86
市净率(P/B)	5.93	5.34	3.95	3.32	2.68
市销率(P/S)	3.00	1.95	1.40	1.08	0.88
EV/EBITDA	27.41	25.47	23.76	14.81	9.83

资料来源：wind，天风证券研究所

1. 事件

公司披露 2021 年业绩预告, 预计 21 年归母净利润为 2.3-2.65 亿元, 同比增长 63.97% - 88.92%, 21Q4 归母净利 0.83-1.18 亿元, 同比增长 22.56%-74.04%, 增长率将更高。基于 20Q4 高速增长情况下归母净利仍保持快速增长, 主要因为各项业务实现了较快发展, 营业收入实现较快增长, 产品结构改善提升毛利水平, 公司整体盈利能力改善。另外, 2021 年公司股权激励摊销费用以及非经常性损益对净利润影响分别约 2,600 万元和 1,500 万元。

2. 点评

自有品牌+代理品牌双业务驱动, 多渠道均衡发展, 研发+数字化提升产品及运营。

- 1) 自有品牌方面, 御泥坊推出新品微 800 次抛等, 持续进行品牌升级、优化产品结构和提高客单价拉升毛利率, 新锐品牌小迷糊快速发展, 加强品牌协同发展。
- 2) 代理品牌方面, 全面开放水羊国际平台, 城野医生、KIKO 等多个国际品牌表现强劲, 向 CP (China-Partner) 方向差异化竞争, 整体保持健康良性发展。
- 3) 研发方面, 持续加大投入及储备, 优化制备工艺提升效率, 参与指定两项国家标准发布执行, 申请 24 项国家发明专利, 获 11 项发明专利, 酶切小分子透明质酸实现优化及量产, 与中科院上海有机化学研究所达成合作, “一站式产品选用中心” 建设持续推进, 研发新品转化率提升。
- 4) 渠道方面, 四季度加快其他渠道投放, 快手、抖音合计 GMV 过亿, 占比持续扩大。
- 5) 数字化方面以电商化、在线化、数据化、智能化为目标打造数字化平台。

3. 投资建议

水羊股份持续深化“四双战略”, 在自有品牌持续优化的同时, 代理业务也多点开花跑通模式, 逐步实现营收净利双高增目标, 坚持打造以研发、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 22-23 年利润分别为 3.5/5.2 亿, 对应现阶段市值 19/13x, 低估值高弹性!

4. 风险提示

- 1) 宏观经济下行风险: 若宏观经济下滑, 将对行业发展不利;
- 2) 行业竞争加剧风险: 若行业竞争加剧, 可能导致公司市场份额下滑;
- 3) 新品上市不及预期风险: 若新品上市不及预期, 或将拖累公司业绩;
- 4) 品牌发展不及预期风险: 若品牌发展不及预期, 或将拖累公司业绩。

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	411.63	651.21	764.68
应收票据及应收账款	117.76	217.28	241.48	114.44	168.23
预付账款	74.38	87.77	142.80	147.94	180.35
存货	737.95	695.61	1,464.84	1,308.63	1,859.82
其他	197.99	159.34	289.67	225.43	225.13
流动资产合计	1,489.92	1,619.85	2,550.41	2,447.65	3,198.21
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	3,098.77	3,075.78	3,858.52
短期借款	151.86	260.00	248.99	20.00	20.00
应付票据及应付账款	322.73	352.50	751.71	628.16	875.22
其他	126.95	209.77	220.87	254.61	284.69
流动负债合计	601.54	822.27	1,221.56	902.78	1,179.91
长期借款	23.98	0.00	56.91	20.00	20.00
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	60.07	21.70	21.77
负债合计	627.02	822.72	1,281.62	924.48	1,201.68
少数股东权益	(2.40)	(3.52)	(11.86)	(25.88)	(41.85)
股本	411.12	411.06	411.06	411.06	411.06
资本公积	629.85	633.42	652.72	652.72	652.72
留存收益	1,025.08	1,168.93	1,417.94	1,766.13	2,287.63
其他	(847.78)	(860.11)	(652.72)	(652.72)	(652.72)
股东权益合计	1,215.87	1,349.79	1,817.15	2,151.30	2,656.84
负债和股东权益总计	1,842.89	2,172.51	3,098.77	3,075.78	3,858.52

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	25.37	138.19	229.71	348.18	521.51
折旧摊销	19.07	20.99	11.54	15.96	19.60
财务费用	7.93	23.11	10.30	4.81	(2.15)
投资损失	(14.24)	(3.79)	(5.00)	(8.00)	(8.00)
营运资金变动	156.73	56.63	(519.78)	250.71	(386.41)
其它	(403.96)	(104.53)	35.71	1.28	(40.85)
经营活动现金流	(209.09)	130.60	(237.51)	612.94	103.69
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	308.88	42.52	41.83
股权融资	(222.52)	(39.40)	235.69	(4.81)	2.15
其他	(83.19)	(104.68)	(260.00)	(308.88)	(42.52)
筹资活动现金流	(125.29)	115.92	284.56	(271.17)	1.46
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	(48.22)	239.58	113.47

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	5,145.32	6,663.19	8,229.05
营业成本	1,180.69	1,887.11	2,454.32	3,031.75	3,571.41
营业税金及附加	11.32	17.27	23.92	30.98	38.26
营业费用	1,040.79	1,438.09	2,093.12	2,790.55	3,528.61
管理费用	102.74	121.65	270.23	293.86	278.33
研发费用	43.89	47.56	67.93	119.94	172.81
财务费用	13.92	34.16	10.30	4.81	(2.15)
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	269.56	409.60	619.89
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	269.97	410.01	620.30
所得税	(2.60)	21.11	48.59	75.85	114.75
净利润	25.37	138.19	221.37	334.16	505.54
少数股东损益	(1.86)	(2.08)	(8.34)	(14.03)	(15.97)
归属于母公司净利润	27.22	140.27	229.71	348.18	521.51
每股收益(元)	0.07	0.34	0.56	0.85	1.27

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	7.43%	54.02%	38.50%	29.50%	23.50%
营业利润	-88.16%	751.56%	69.19%	51.95%	51.34%
归属于母公司净利润	-79.17%	415.28%	63.76%	51.57%	49.78%
获利能力					
毛利率	51.05%	49.20%	52.30%	54.50%	56.60%
净利率	1.13%	3.78%	4.46%	5.23%	6.34%
ROE	2.23%	10.37%	12.56%	15.99%	19.32%
ROIC	3.98%	22.94%	25.40%	22.14%	38.05%
偿债能力					
资产负债率	34.02%	37.87%	41.36%	30.06%	31.14%
净负债率	-14.92%	-14.81%	-5.65%	-28.29%	-27.21%
流动比率	2.48	1.97	2.09	2.71	2.71
速动比率	1.25	1.12	0.89	1.26	1.13
营运能力					
应收账款周转率	22.13	22.18	22.43	37.44	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	1.95	2.16	2.37
每股指标(元)					
每股收益	0.07	0.34	0.56	0.85	1.27
每股经营现金流	-0.51	0.32	-0.58	1.49	0.25
每股净资产	2.96	3.29	4.45	5.30	6.57
估值比率					
市盈率	265.46	51.52	31.46	20.75	13.86
市净率	5.93	5.34	3.95	3.32	2.68
EV/EBITDA	27.41	25.47	23.76	14.81	9.83
EV/EBIT	30.40	26.72	24.74	15.38	10.14

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中北路 217 号天风大厦 2 号楼 邮编：430062 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com