

独立客观第三方研究，为您筛选优质上市公司

证券代码：300740 综合评级：A

一、主营业务 评分：77

1、业务分析：

公司以销售泥浆面膜起家，以电商渠道见长，旗下御泥坊品牌一度做到淘宝面膜销量第一。经历了一波高速发展后，面膜业务发展陷入瓶颈，转而向美妆市场的多品类多品牌拓展，并且凭借品牌运营经验为海外美妆品牌做国内代理。如今，公司拥有御泥坊、花瑶花、小迷糊、大水滴、御men、HPH等自主品牌，同时代理了城野医生、露得清、Rogaine、伊菲丹、KIKO、ZELENS、Cellex-C、美斯蒂克、李施德林等国际品牌，为其提供国内市场的全链路、全生命周期的运营支持。2021年，公司线上销售比例高达88%，仅淘宝系平台销售额便占据公司营收的近50%。具体品类方面，公司的贴式与非贴式面膜业务营收合计占比不到30%，毛利率均超50%，营收规模呈明显下滑趋势；而水乳膏霜业务呈现较快增长，2021年营收增长约70%，销售占比接近65%，毛利率在40%以上，侧面体现公司多元化发展初见成效。相较于面膜，水乳膏霜产品市场空间更广阔，单价与用户粘性更高。当前，公司的自主品牌以委外生产为主，从可转债募资用途以及在建工程金额来看，公司有意建设自己的生产线，这样有利于控制生产成本。从公司业务来看，周期性不强，每年的双十一和双十二受网购促销影响营收会有一定爆发，整体销售仍以国内市场为主，海外营收占比不到26%。

2、行业竞争格局：据国家统计局

数据

显示，20

21年我国化妆品类

零售总额4026亿元，同比增长了14%

。Frost&Sullivan

预测，到2024年国内美妆市场规模将达到5800亿元。目前，我国化妆品市场主要份额集中于海外公司，欧莱雅、宝洁、雅诗兰黛、资生堂

和LVMH集团分别占据了前5名，占据市场30%的份额。国外品牌走的中高端路线，主要针对高消费群体。与之相反，国产品牌大多定位中低端，主要针对中低端消费人群。总的来说，国内市场高端品牌增速快（2014-2019年期间复合增速超15%），大众市场空间大（占化妆品市场的近60%）。公司的主要竞争对手还是国内的完美日记、百雀羚

、伽蓝、上海上美、上海

家化、丸美股份、贝泰妮、珀莱雅

等。通过比较几家上市企业，上海家化营收最高，旗下品牌众多，知名度高，但由于公司管理层的频繁变动导致经营管理低效，公司竞争力大不如前；丸美股份品牌较少，销售费用也相对较低，品牌定位在国货中相对较高，但疫情以来公司增长乏力

；贝泰妮是药妆出身，所以功能

性较强，旗下薇诺娜

品牌知名度较高，毛利率明显高于其他对手，发展速度较快；珀莱雅在低端市场定位比较明确，线上占比较高，整体经营上也相对稳定，波动相对较小。水羊股份在营收规模上仅次于上海家化，线上销售占比极高，品牌运营能力强，采取的是“自主品牌+海外品牌代理”的战略。在毛利率与净利率水平上，公司均落后于A股

的几家竞争对手，随着公司的自建产能投产，以及代理品牌销量爬坡，公司的净利率水平有望提升。

3、行业发展前景：

我国的人均化妆品消费低于其他发达国家和地区，具有较大的市场潜力。根据欧

睿20

19年的数

据，香港的人均化

妆品消费是475美元，日本是309美元

，挪威

是299美元，美国是282美元，而我国的人均消费仅50美元。随着我国经济稳定发展，以及人均可支配收入的增长，居民消费水平

显著提
升，我国
的化妆品市场理论
上还有很大的空间。随着国务院颁布
的《化妆品监督管理条例
》于2021年实施，行业内的落后产能将加速淘汰，行业集中度将进一步提升，头部企业有望继续扩大市场份额。另外，电子商务渠道具备低成本、高效率的优势。而化妆品具有重复式消费和流量聚集效应强两大特点，非常适合通过电子商务渠道进行销售。根据Euromonitor的统计，化妆品电商渠道销售额占比在2014年仅为16%，2019年已快速上升至30%，预计2022年将达到36%。随着网络购物市场日益活跃，化妆品的线上渗透也将进一步加深，为本行业发展带来了良好的机遇。

4、公司业绩增长逻辑：

- （1）成本及费用控制；（2）行业集中度提升；（3）产能扩大；
- （4）代理品牌增多。

文中方框内文字均为正文的数据补充，可作略读

·简介：成立日期：2012年；办公所在地：湖南省长沙市；

·业务占比：水乳膏霜64.64%（毛利率42.71%）、面膜-贴式面膜17.87%（毛利率58.38%）、面膜-非贴式面膜10.50%（毛利率73.12%）、品牌管理服务6.59%、其他0.40%；出口占比：25.90%；

·产品及用途：

涵盖面膜、水乳膏霜、彩妆、个护清洁用品等，主要用于保养护肤以及化妆领域；

·生产模式：以委托加工的方式安排生产；

·销售模式：

按销售渠道分类，线上占比88%

（与淘宝、京东、唯品会

、抖店、快手、拼多多均有合作）；按销售模式分类，自营占比62.64%，经

销占比18.07%，代销占比12.39%；

·上下游：

上游采购保湿剂、乳化剂、油酯蜡、活性物、膜布、铝膜袋、瓶罐类、胶管类、彩盒类等，下游销售给客户或经销商；

·主要客户：前五大客户占比18.52%；

·行业地位：A股化妆品行业营收规模前三；

·竞争对手：

欧莱雅、宝

洁、雅诗兰黛、资生堂

、LVMH集团、爱茉莉太平洋、联合利华、玫琳凯

、完美日记、上海百雀羚、伽蓝（

旗下拥有自然堂）、上海上美（旗下拥有韩束

、一叶子等）、上海家化（旗下拥有佰草集、玉泽、高夫、美加净、启初

等）、贝泰妮（旗下拥有薇诺娜）、丸美（拥有丸美、春纪等）、珀莱雅等；

·行业核心竞争力：1、产品性能指标；2、销售渠道；3、品牌知名度；

·行业发展趋势：1、行业需求稳定增长：

国家统计局数据显示，2021年我国社会消费品零售总额440823亿元，比上年增长12.5%；而其中化妆品类零售总额4026亿元，同比增长了14%。根据Euromonitor预测，2022年化妆品类零售总额将达6608亿元，化妆品市场仍保持着不断扩容、增长的趋势；2、行业集中度提升：

2021年，化妆品行业的新规密集发布与实施，推动着行业的加速出清，电商渠道的崛起也为拥有品牌力、渠道布局能力以及电商运营能力的企业赋予了更大的竞争优势；3、国产品牌的崛起：

国产品牌随着新一代消费者的民族自豪感一同成长，国产品牌抓住我国居民的肤质特点，推出更适合国人的化妆品，在配方上辅以植物、天然等概念，更容易为国人接受，具有较强的本土优势；

·影响公司利润核心要素：1、GDP增长速度；2、销售渠道扩张；3、对成本费用的控制；

·其他重要事项：公司拟发行可转债募资7亿用于生产基地建设以及补充流动资金；

二、公司治理 评分：75

1、大股东及高管：公司实际控制人为戴跃锋

、覃瑶莹夫妇，与一致行动人合计持股约43.49%，股权质押率31.16%，高管年龄集中在32-52岁之间，薪资集中在35-95万元之间，员工及高管持股约8.35%，激励充足。

2、员工构成：

以销售人员为主，是典型的销售密集型企业，2021年人均营收208万元，人均净利润9万元，在行业中属于中下水平。

3、机构持股：前十大流通股东包括一家私募，未受到主流资金的高度认可。

4、股东责任（融资与分红）：

上市近4年，融资8.72亿，累计分红0.64亿，鉴于公司还在不断扩张，分红较低也能理解。

·大股东：持股比例为43.49%；股权质押率：31.16%

·管理层年龄：32-52岁，高管及员工持股：8.35%

·员工总数：

2954人（+1098）：技术275，生产434，销售1934；本科学历以上：1636；

·人均产出：2021年人均营收：208万元；人均净利润：9万元；

·融资分红：2018年上市，累计融资（1次）：8.72亿，累计分红：0.64亿；

三、财务分析 评分：70

1、资产负债表（重点科目）：

库存商品

为主。固定资产3.58亿，在建工程约3亿，说明公司还在加速扩张当中。有息负债约8.19亿元，偿债压力不小；合同负债0.13亿元，负债率约为41.95%，整体资产结构处于亚健康状态。

2、利润表（重点科目）：

2021年营收同比增长34.86%，归属净利润同比增长68.54%，主要系自有品牌持续增长，代理业务增长较快，高毛利产品占比提升。2022年一季度，公司继续保持良好的发展势头，营收同比增长27.96%，净利润同比增长36.10%。

公司销售费用率

超过40%，是最大的开支，主要是由广告费和薪酬构成，未来如果能在销售费用上面有所控制（不影响销售额的前提下），公司净利润有望逐步释放。

3、重点财务指标分析：公司净资产收益率

呈现明显的提升，说明公司产品及业务多元化发展颇有成效，摆脱了面膜市场竞争激烈的束缚；毛利率长期维持在50%左右，2021年由于产品结构化调整，毛利率有大幅提升；净利润率也同样呈现上升趋势，目前在4%左右，与行业竞争对手还是有不小差距，主要还是体现在毛利率水平较低；总资产周转率维持在较高水平，呈现明显的上升趋势，说明公司管理运营效率较高。

·资产负债表（2022年Q1）：

货币资金3.85，交易性金融资产0.39，应收账款3.35

，预付款1.79，存货7.39

，其他

流动资产0.40

；长期股权投资0.06，其他

权益工具投资1.08，固定资产3.58，在建工程3

，无形资产0.70；短期借款5.68，应付账款1.80，

合同负债0.13

；股本4.12，未分利润7.91，净资产16.48，总资产28.97，负债率43.34%

；会计师审计费用：160万元；

·利润表（2022年Q1）：

营业收入10.46（+27.96%），营业成本4.78，销售费用4.53（+37.76%），管理费用0.45（+23.27%），研发费用0.19（+9.39%），财务费用0.07（-27.57%）；净利润0.42（+36.10%）；

·核心指标（2019-2022年Q1）：

净资产收益率：2.07%、10.87%、15.90%、2.56%；每股收益：0.07、0.37、0.62、0.11；毛利率：51.05%、49.20%、52.07%、54.26%；净利润率：1.13%、3.78%、4.72%、3.98%；总资产周转率：1.29、1.85、2.04、0.37；

四、成长性及估值分析 评分：80

1、成长性：

公司所处的美妆行业国内市场规模超4000亿，随着经济的发展，消费水平的提高，市场仍有很大的提升空间。公司依托线上渠道经营优势一手培育自己的国产品牌，一手为海外品牌打开国内市场。同时，公司加强了在水乳膏霜产品上的销售力度，摆脱了对面膜单品的依赖。随着行业集中度的提升，公司作为A股营收规模第二的美妆企业有望受益。

2、估值水平：根据公司所处行业特点，赋予30-40倍估值。

3、发展潜力：

公司所处的美妆行业拥有较大的市场空间，同时还具备一定的成长性，主要的几个竞争对手市值集中在200-500亿之间。公司的营收长期处于增长趋势，净利率水平也同样处于向好趋势，鉴于目前50亿左右的市值，未来具备一定的想象空间。

·预测假设：营收增长：20%、20%、20%；净利润率：4.5%、4.75%、5%

·营收假设：2022E：60；2023E：72；2024E：87；

·净利假设：

2022E：2.7；2023E：3.4；2024E：4.3；（即达到条件时对应市值，须根据实际数据调整）

·市盈率假设：30-40倍

·2024年估值假设：

130-175亿；当前估值假设：70-90亿；（基于25%/年收益预期）；价格区间：19-22元/股（未除权、除息）；

五、投资逻辑及风险提示

1、投资逻辑：

（1）市场空间巨大且仍具备成长性；（2）行业集中度提升；（3）与同行相比市值较低。

2、核心竞争力：

（1）研发技术优势；（2）多业务布局优势；（3）数字化优势。

3、风险提示：（1）供应链管理风险；（2）投资风险；（3）行业竞争加剧。

·核心竞争力

1、研发技术优势

公司重视研发与创新，先后在上海、长沙建立了科学研究中心，拥有200余人的研发团队。与江南大学、中国农业科学院、中南大学、湘雅二医院等机构开展持续深入的合作，拥有强大的研发实力。

2、多业务布局优势

公司旗下拥有“水羊生物”、“水羊制造基地”、“水羊科技”等多个业务板块，以自有品牌和代理业务进行业务布局，自有品牌包括“御泥坊”、“小迷糊”、“大水滴”、“御MEN”、“花瑶花”、“VAA”、“HPH”等多个品牌。

3、数字化优势

公司以线上电商渠道销售为主，在数字化上积累大量经验，自主研发的销售管理信息系统支持千万级别的日订单处理能力，同时在管理方面已经进入智能化阶段，并形成了智能人力资源管理、智能价值观、智能行政、智能财务等，大大提高了公司效率。

·风险提示

1、供应链管理风险

因护肤品和电子商务行业的特殊性，对仓储配送有一定要求。虽然公司建立了严格的管理制度，但若供应链管理不善或者未能有效执行管理制度，导致存货临期、毁损、丢失等情况发生，将给公司经营造成不利影响。

2、投资风险

公司不仅有自主品牌，另一方面通过自主持续挖掘、关注更多优秀品牌，通过自有资金进行投资。投资过程中受到宏观经济、行业周期、品牌及项目发展情况等多种因素影响，存在投资收益不达预期或者亏损的风险。

3、行业竞争加剧

化妆品行业是我国最早向外资公司开放的行业之一，庞大的人口基数和可观的增长潜力吸引了众多国际品牌，行业处于充分竞争状态，随着传统线下品牌加强线上渠道拓展，对公司的业务存在一定冲击。

六、公司总评（总分75.15）

水羊股份是一家以线上销售见长的化妆品企业，旗下御泥坊具有较高的知名度。在不到20年的时间里，公司从一家淘宝店发展成为年销售额超50亿的上市公司，也算是我国电商发展的一个缩影。公司以面膜起家，不断向其他品类的美妆产品渗透，同时利用自身强大的品牌与渠道运营优势帮助其他国外品牌打入国内市场。营收规模上不输于与其他几家上市公司，但净利率水平较低。差距主要体现在公司产品毛利率偏低，随着公司加强产品结构调整以及建立自己的生产线，净利率水平有望持续改善。当然，公司的现金流紧张也是比较突出的问题，可转债的发行一定程度上能缓解资金压力。长期来看，公司具有较好的成长性，值得持续关注。

评级标准：AAA≥85、AA：77-84、A：70-76；BBB：60-69，BB：55-59，B：50-54；CCC及以下≤49

郑重声明：评级及评分仅为个人观点，在任何情况下，本报告中的信息或意见均不构成对任何人的证券买卖建议，对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

如果您想了解更多信息，欢迎关注川谷研究所微信公众号！