

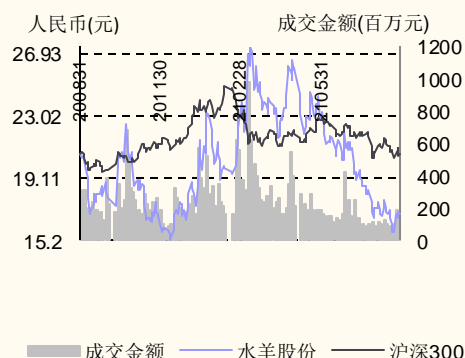
水羊股份 (300740.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 16.90 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	4.11
已上市流通 A 股(亿股)	3.77
总市值(亿元)	69.47
年内股价最高最低(元)	27.36/15.20
沪深 300 指数	4827
创业板指	3257



相关报告

- 1.《复苏态势延续，双业务驱动动力足-水羊股份 20 年报及 21Q1 业...》，2021.4.26
- 2.《股权激励范围扩，目标高增长-御家汇股权激励点评》，2021.3.6
- 3.《“自有品牌+代运营业务”，双轮发展动力足-御家汇深度报告》，2021.2.24

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

“自有品牌+代理业务”发力，业绩延续高增

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,412	3,715	4,826	6,180	7,685
营业收入增长率	7.43%	54.02%	29.91%	28.06%	24.35%
归母净利润(百万元)	27	140	258	403	621
归母净利润增长率	-79.17%	415.28%	83.81%	56.45%	54.00%
摊薄每股收益(元)	0.066	0.341	0.63	0.98	1.51
每股经营性现金流净额	-0.51	0.26	0.48	0.77	1.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.23%	10.37%	14.87%	20.41%	26.45%
P/E	255	50	27	17	11
P/B	5.70	5.13	4.01	3.52	2.96

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 8.29 公司公告 1H21 营收 21.19 亿元、同增 49.83%，归母净利 8894 万元、同增 164.48%，净利率 4.20% (+1.82PCT) 主要为毛利率升。
- 分季度看，1Q21~2Q21 营收同增 58.03%/45.11%，归母净利同增 1040.09%/88.65%，净利率 3.74% (+3.22PCT) / 4.48% (+1.04PCT)，盈利水平持续修复提升。

经营分析

- 分平台，淘系平台继续快速增长，抖音、线下等渠道高增：淘系平台营收同增 41.93%、占比 50% (-2.72PCT)，抖音、快手等新渠道通过自播+头部达人、GMV 增长 10 倍；线下销售同增 100%+，上线护肤产品线。
- 分品类，水乳膏霜及非贴片式面膜贡献主要增长：水乳膏霜/贴片式面膜/非贴片式面膜营收为 13.03/4.13/2.37 亿元，同增 83.85%/8.62%/25.11%，毛利率 43.50% (+3.94PCT) / 58.52% (+6.62PCT) / 73.93% (+0.73PCT)。
- 分业务，1) 自有品牌：御泥坊营收同增 41%，水乳膏霜占比提升 7PCT、毛利率提升 2PCT、存货周转提升 1 倍，天猫占比 26%、7 月在抖音快手 GMV 排名均占国货美妆 TOP5；小迷糊爆款战痘白泥连续月销超 40 万瓶，数月位居天猫面膜品类前列。2) 强生集团代理：城野医生拓展社交电商、新媒体等，丰富 377 产品线，377 精华上半年 GMV 同增 80%+；露得清打造 A 醇家族，品牌爆款及营收大幅增长；美国生发品牌 Rogaine “618” 全渠道销售破千万。3) 其他品牌代理：高端护肤品牌伊菲丹入驻丝芙兰/连卡佛/SKP 等；KIKO 打造爆款防晒粉饼，6 月达到淘系粉饼 TOP1。品牌持续推展，1H21 新增药妆品牌 Cellex-C、西班牙专业院线品牌美斯蒂克等。
- 毛利率降、费用率降、存货周转加快：1H21 毛利率 53.13% (+1.76PCT)、主要为毛利率较高的非贴片式面膜营收占比提升/定价提升，销售费用率 40.66% (-1.38PCT)、管理费用率 4.72% (+0.84PCT)。存货周转 128 天、同比加快 54 天。

投资建议

- 投资建议：公司自有品牌及代理业务持续放量。预计 21~23 年 EPS 0.63/0.98/1.51 元，PE 27/17/11 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：新品牌/渠道拓展不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	2,245	2,412	3,715	4,826	6,180	7,685
增长率	7.4%	54.0%	29.9%	28.1%	24.3%	
主营业务成本	-1,085	-1,181	-1,887	-2,266	-2,744	-3,174
%销售收入	48.3%	48.9%	50.8%	46.9%	44.4%	41.3%
毛利	1,160	1,231	1,828	2,560	3,437	4,511
%销售收入	51.7%	51.1%	49.2%	53.1%	55.6%	58.7%
营业税金及附加	-15	-11	-17	-24	-31	-38
%销售收入	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-847	-1,041	-1,438	-1,930	-2,534	-3,228
%销售收入	37.7%	43.1%	38.7%	40.0%	41.0%	42.0%
管理费用	-104	-103	-122	-212	-278	-353
%销售收入	4.6%	4.3%	3.3%	4.4%	4.5%	4.6%
研发费用	-46	-44	-48	-97	-124	-154
%销售收入	2.0%	1.8%	1.3%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	148	33	203	297	470	738
%销售收入	6.6%	1.4%	5.5%	6.2%	7.6%	9.6%
财务费用	-6	-14	-34	-9	-14	-17
%销售收入	0.3%	0.6%	0.9%	0.2%	0.2%	0.2%
资产减值损失	-12	-22	15	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	-2	0	0	0
投资收益	20	14	4	10	10	10
%税前利润	12.6%	62.5%	2.4%	3.4%	2.1%	1.4%
营业利润	158	19	159	298	466	731
营业利润率	7.0%	0.8%	4.3%	6.2%	7.5%	9.5%
营业外收支	4	4	0	0	0	0
税前利润	162	23	159	298	466	731
利润率	7.2%	0.9%	4.3%	6.2%	7.5%	9.5%
所得税	-34	3	-21	-40	-63	-110
所得税率	21.2%	-11.4%	13.3%	13.5%	13.5%	15.0%
净利润	128	25	138	258	403	621
少数股东损益	-3	-2	-2	0	0	0
归属于母公司的净利润	131	27	140	258	403	621
净利率	5.8%	1.1%	3.8%	5.3%	6.5%	8.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	128	25	138	258	403	621
少数股东损益	-3	-2	-2	0	0	0
非现金支出	28	40	13	15	18	22
非经营收益	-12	-20	6	50	18	21
营运资金变动	-180	-255	-50	-124	-124	-116
经营活动现金净流	-35	-211	107	199	316	548
资本开支	-101	-19	-210	-197	-242	-252
投资	0	-129	30	0	0	0
其他	-412	309	5	10	10	10
投资活动现金净流	-513	162	-175	-187	-232	-242
股权募资	797	22	6	226	0	0
债权募资	17	106	80	109	113	-14
其他	-63	-251	16	-124	-189	-280
筹资活动现金净流	751	-123	101	212	-76	-293
现金净流量	203	-172	33	223	7	13

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	463	362	460	683	691	703
应收账款	124	136	249	245	313	389
存货	566	738	696	869	1,052	1,217
其他流动资产	534	254	215	188	203	216
流动资产	1,687	1,490	1,620	1,985	2,259	2,526
%总资产	88.7%	80.8%	74.6%	74.1%	71.1%	68.7%
长期投资	0	129	144	144	144	144
固定资产	115	112	279	465	687	915
%总资产	6.0%	6.1%	12.8%	17.3%	21.6%	24.9%
无形资产	22	87	84	86	88	90
非流动资产	216	353	553	696	919	1,149
%总资产	11.3%	19.2%	25.4%	25.9%	28.9%	31.3%
资产总计	1,903	1,843	2,173	2,681	3,178	3,675
短期借款	46	156	260	367	479	463
应付款项	378	397	455	519	642	751
其他流动负债	48	48	108	61	81	109
流动负债	471	602	822	948	1,201	1,323
长期贷款	29	24	0	0	0	0
其他长期负债	8	2	0	2	4	6
负债	507	627	823	950	1,205	1,329
普通股股东权益	1,400	1,218	1,353	1,734	1,976	2,349
其中：股本	272	411	411	411	411	411
未分配利润	353	377	517	672	914	1,286
少数股东权益	-4	-2	-4	-4	-4	-4
负债股东权益合计	1,903	1,843	2,173	2,681	3,178	3,675

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	0.481	0.066	0.341	0.627	0.981	1.511
每股净资产	5.146	2.963	3.292	4.219	4.808	5.715
每股经营现金净流	-0.130	-0.512	0.260	0.484	0.768	1.334
每股股利	-	-	-	0.25	0.39	0.61
回报率						
净资产收益率	9.34%	2.23%	10.37%	14.87%	20.41%	26.45%
总资产收益率	6.87%	1.48%	6.46%	9.62%	12.69%	16.90%
投入资本收益率	7.92%	2.61%	10.96%	12.23%	16.56%	22.28%
增长率						
主营业务收入增长率	36.38%	7.43%	54.02%	29.91%	28.06%	24.35%
EBIT增长率	-15.76%	-77.86%	522.01%	46.08%	58.26%	56.91%
净利润增长率	-17.53%	-79.17%	415.28%	83.81%	56.45%	54.00%
总资产增长率	121.94%	-3.17%	17.89%	23.39%	18.56%	15.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	15.9	16.5	16.4	16.0	16.0	16.0
存货周转天数	141.7	201.6	138.6	140.0	140.0	140.0
应付账款周转天数	79.2	83.8	43.6	44.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	18.6	16.4	10.3	9.0	8.3	8.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-27.89%	-26.10%	-18.53%	-21.03%	-13.09%	-12.15%
EBIT利息保障倍数	23.0	2.3	6.0	33.7	34.3	44.1
资产负债率	26.64%	34.02%	37.87%	35.44%	37.93%	36.17%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	10	17	34	76
增持	0	2	3	6	2
中性	0	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.31	1.24	1.20	1.08

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

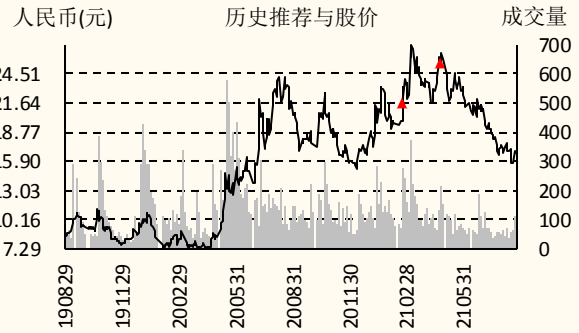
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-02-24	买入	19.85	28.50 ~ 29.00
2	2021-03-06	买入	22.40	N/A
3	2021-04-26	买入	26.19	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
- 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
- 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

C3级(含C3级)的投资者使用；非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402