

水羊股份(300740)

点评报告

行业公司研究—贸易III—

证券研究报告

# 自有品牌+代理业务双线齐飞，业绩高质量增长

## ——水羊股份 2021 年中报点评

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

### 报告导读

公司发布 2021 年中报，双业务驱动优势显现，业绩高质量增长！

### 投资要点

- ❑ **2021 年中报业绩再兑现，整体呈现高质量增长：**21H1 营收 21.19 亿，同比增长 50%，归母净利 8894 万，同比增长 165%，20H1 仅 3363 万。21Q2 营收 13.02 亿（+45%），归母净利 5838 万，同比增长 89%，归母净利率 4.48%。
- ❑ **从营收拆分可印证，公司全品类、全渠道运营能力：**
  - 1) **水乳膏霜产品继续扩充，**21H1 实现营收 13.03 亿，同比增长 84%，增长超预期，占比达到 61%；非贴式面膜 2.4 亿，同比增长 25%，贴式面膜占比下降到 19%。
  - 2) **具备强全域运营能力：**公司运营 130 多个渠道，渠道结构多元分散。21H1 线上实现营收 18.58 亿，同比增长 50%；淘系维持高增速，同比增长 42%；非淘系加快拓展，同比增长 58%，占比超 51%。
- ❑ **自有品牌高质量发展印证品牌塑造能力：**主品牌御泥坊“用现代科技重现盛唐文化”从视觉到产品全面升级，耀白淡斑精华面贴、元气畅饮面贴、元气豆乳面膜等新品，其中主打美白淡斑功效的耀白淡斑精华面贴、主打保湿补水功效的元气畅饮面贴自上市以来均取得不错的销量。新锐品牌小迷糊成功打造了爆款产品战痘白泥，单品连续数月销量超过 40 万瓶，5 月销量为天猫面膜品类 TOP1，并连续数月位居天猫面膜品类榜单前列，实现品牌营收高速增长。
- ❑ **代理业务定位海外品牌在中国的合作伙伴，更为深度的全域成体系服务能力尽享中国市场红利：**
  - 1) 跨境进口市场空间大、增速快，海外品牌也更加需要优秀运营商：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凸显。
  - 2) 公司拥有海外品牌商所需要、最全面的全域成体系的品牌运营能力，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，能够充分的享受跨境进口的中国市场红利。
  - 3) 公司自主+代理品牌超过 50 个，并不断与海外优秀品牌建立链接。新签品牌美国皮肤科医生推荐第一生发品牌“Rogaine”，首次参战 618 大促，全渠道销售额破千万且天猫国际 618 店铺跻身国际医药类目排名 TOP2。上半年继续引入著名药妆品牌 Cellex-C 等。
- ❑ **经营质量显著改善，盈利能力同比显著恢复，有望持续提升：**1) 费用率明显下降，形成良性循环：2020 年整体销售费用率大幅下降情况下，21Q2 销售费用率继续保持同比下降的趋势，较 20Q2 降低 0.92pct。2) 存货及应收

### 评级

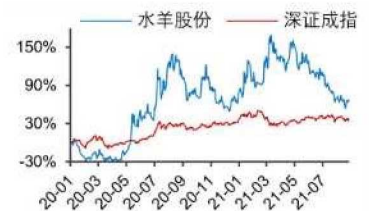
买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥16.90

### 单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
2Q/2020	0.14
1Q/2020	0.07
4Q/2020	0.17
3Q/2020	0.09



### 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 《水羊股份点评报告：厚积薄发，御泥坊品牌重塑踏上新征程》2021.07.08
- 2 《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
- 3 《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
- 4 《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

**款增幅明显低于营收增速，运营效率提升：**21Q2 应收账款同比增速 38%，存货同比增长 10%，均明显低于营收增速 45%，周转效率提升；继 20 年经营性现金流由负转正，现金流进一步改善，21Q2 现金流 1.73 亿元，20Q2 仅为 2303 万。

- **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 30.4X/18.4X/11.5X。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	49.3	30.4	18.4	11.5

**表 1：收入按品类拆分（单位：百万元）**

	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2018	2019	2020
<b>一、水乳膏霜</b>								
收入	423.44	689.10	708.44	1,204.17	1302.50	841.08	1,112.53	1,912.61
yoy	40.60%	27.63%	67.31%	74.75%	83.85%	120.17%	32.27%	71.91%
毛利率	41.28%	46.75%	39.56%	43.63%	43.50%	53.89%	44.67%	42.12%
收入占比	43.53%	47.87%	50.09%	52.34%	61.47%	37.46%	46.12%	51.48%
<b>二、贴式面膜</b>								
收入	407.72	492.16	380.75	568.77	413.57	1,239	899.88	949.51
yoy	-34.40%	-20.33%	-6.62%	15.57%	8.62%	8.72%	-27.39%	5.52%
毛利率	44.08%	54.44%	51.90%	56.42%	58.52%	48.78%	49.75%	54.61%
收入占比	41.91%	34.19%	26.92%	24.72%	19.52%	55.19%	37.31%	25.56%
<b>三、非贴式面膜</b>								
收入	71.78	158.56	189.32	404.21	236.87	122.30	230.34	593.53
yoy	54.91%	108.73%	163.75%	154.92%	25.11%	10.14%	88.34%	157.67%
毛利率	60.66%		73.20%	73.83%	73.93%		63.74%	73.63%
收入占比	7.38%	11.02%	13.39%	17.57%	11.18%	5.45%	9.55%	15.90%
<b>四、品牌管理服务</b>								
收入						28.43	151.58	250.01
yoy							433.26%	64.94%
收入占比						1.27%	6.28%	6.73%
<b>五、其他</b>								
收入						14.22	17.79	9.37
yoy						5.43%	25.09%	-47.31%
收入占比						0.63%	0.74%	0.25%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**表 2：收入按渠道拆分（单位：百万元）**

	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2	2021H1	2018	2019	2020
<b>线上渠道</b>								
收入	860.14	1290.37	1237.88	2109.86	1,858.24		2,150.51	
yoy			43.92%	63.51%	50.12%		-0.61%	55.67%
收入占比	88.42%	-59.76%	87.53%	91.70%	87.69%	96.37%	89.15%	90.11%
<b>自有平台（自营）收入</b>								
收入	19.66	24.45	34.62	89.18	84.40	36.53	44.10	123.80
yoy			76.12%	264.77%	143.82%		20.74%	180.70%
<b>淘系（自营、经销、代</b>								
收入	457.87	752.27	730.93	1207.47	1,037.41	971.20	1210.14	1938.40
yoy			59.64%	60.51%	41.93%		24.60%	60.18%
水乳膏霜			454.60	697.57	756.35		710.41	1,152.17
贴式面膜			165.22	237.50	141.83		413.98	402.72
非贴式面膜			110.58	271.07	138.64		78.99	381.66
其他品类			0.54	1.32			6.77	1.86
<b>唯品会（代销）</b>								
收入						407.85	286.35	384.60
yoy							-29.79%	34.31%
<b>其他平台</b>								
收入						748.22	609.91	900.94
yoy							-18.48%	47.72%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**表 3：财务三表摘要（单位：百万元）**

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2018	2019	2020
<b>利润表</b>									
营业收入	517.05	897.26	927.13	1,373.60	817.08	1301.97	2,245.34	2,412.12	3,715.04
YOY	34.03%	52.86%	53.60%	64.35%	58.03%	45.11%	36.38%	7.43%	54.02%
毛利率	50.36%	51.96%	57.68%	41.25%	51.94%	53.89%	51.67%	51.05%	49.20%
销售费用	219.34	375.26	427.44	416.05	328.94	532.6	847.40	1,040.79	1,438.09
销售费用率	42.42%	41.82%	46.10%	30.29%	40.26%	40.91%	37.74%	43.15%	38.71%
管理费用	23.17	31.79	32.89	33.81	36.71	63.37	103.63	102.74	121.65
管理费用率	4.48%	3.54%	3.55%	2.46%	4.49%	4.87%	4.62%	4.26%	3.27%
研发费用	7.70	10.04	15.40	14.43	17.01	13.62	45.94	43.89	47.56
研发费用率	1.49%	1.12%	1.66%	1.05%	2.08%	1.05%	2.05%	1.82%	1.28%
财务费用	3.76	2.44	11.16	16.81	9.06	12.84	6.42	13.92	34.16
财务费用率	0.73%	0.27%	1.20%	1.22%	1.11%	0.99%	0.29%	0.58%	0.92%
投资净收益	0.44	1.52	1.16	0.67	0.36	2.27	20.39	14.24	3.79
资产减值损失	-2.99	-8.47	1.10	1.90	-1.18	1.56	12.16	-20.64	-8.46
归母净利润	2.68	30.95	38.65	67.99	30.55	58.38	130.72	27.22	140.27
YOY	495.6%	461.7%	2393.5%	245.0%	1039.9%	88.63%	-17.52%	-79.2%	415.3%
归母净利率	0.52%	3.45%	4.17%	4.95%	3.74%	4.48%	5.82%	1.13%	3.78%
<b>资产负债表</b>									
应收账款	150.87	173.95	233.99	217.28	239.56	239.19	100.23	117.76	217.28
YOY	47.94%	31.49%	46.45%	84.51%	58.79%	37.51%	5.56%	17.49%	83.98%
预付款项	192.64	110.76	126.37	87.77	149.75	149	52.94	74.38	87.77
其他应收款	16.39	22.87	26.49	32.16	31.15	30.7	23.90	18.32	32.16
存货	695.28	654.20	816.20	695.61	699.08	717.44	566.10	737.95	695.61
YOY	31.36%	22.50%	10.08%	-5.74%	0.55%	9.67%	104.59%	30.36%	-5.74%
应付账款	237.55	160.89	402.23	352.5	305.57	343.93	335.75	322.73	244.52
其他应付款	14.76	119.52	121.11	102.09	153.66	155.46	41.85	74.73	153.66
<b>现金流量表</b>									
销售商品、提供劳务收到的现金	522.87	872.85	915.36	1,515.61	816.71	1339.95	2,478.90	2,573.90	3,826.70
购买商品、接受劳务支付的现金	441.79	431.49	344.68	799.22	482.06	641.22	1,379.92	1,527.82	2,017.17
经营活动产生的现金流量净额	-117.97	23.03	135.32	90.23	-24.46	173.05	-35.42	-209.09	130.60
投资活动产生的现金流量净额	-29.00	25.23	-39.16	-131.59	-23.76	-118.20	-513.07	161.62	-174.51
筹资活动产生的现金流量净额	74.60	-36.87	58.26	19.93	-32.93	47.93	746.10	-125.29	115.92

资料来源：Wind，浙商证券研究所

**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	49.3	30.4	18.4	11.5
					P/B	5.1	4.3	3.4	2.6
					EV/EBITDA	32.4	21.9	13.4	8.7

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“本公司”）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>