

公司研究

上半年业绩高增长，期待自有品牌+代理品牌双业务驱动持续发展

——水羊股份（300740.SZ）2021年中报点评

买入（维持）

当前价：16.03 元

作者

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebsecn.com

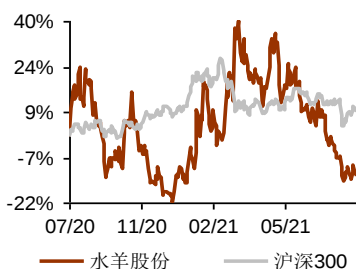
联系人：朱洁宇

zhujieyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.11
总市值(亿元):	65.89
一年最低/最高(元):	14.58/28.58
近3月换手率:	98.87%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.85	-20.55	-22.12
绝对	-6.80	-30.27	-22.18

资料来源：Wind

相关研报

一季报延续高增长，期待多品牌发力和盈利能力继续回升——水羊股份（300740.SZ）

2020 年年报及 2021 年一季报点评

（2021-04-26）

发布高增长限制性股票激励计划草案，战略红利期待继续释放——御家汇（300740.SZ）

公告点评（2021-03-06）

业绩持续改善，关注电商旺季销售表现——

御家汇（300740.SZ）2020 年三季报点评

（2020-11-02）

要点

营收、归母净利润双高增，较 19 年同期亦有良好增长

公司发布 2021 年中报，上半年实现营业收入 21.19 亿元、同比增 49.83%，较 19 年同期增 117.84%，归母净利润 8894 万元、同比增 164.48%，较 19 年同期翻 14 倍，扣非归母净利润 7869 万元、同比增 149.09%，较 19 年同期扭亏。EPS 为 0.23 元。利润增速高于收入增速主要由于毛利率提升。

分季度来看，公司 2021Q1/Q2 单季度营业收入分别同比+58.03%、+45.11%，较 19Q1/Q2 分别同比+111.81%、+121.80%，归母净利润分别同比翻 10 倍、+88.65%，较 19Q1/Q2 分别同比翻 66 倍、翻 10 倍。

线上线下均快速增长，淘系占比下降、水乳膏霜占比提升

收入拆分来看：1) 公司渠道以线上为主，上半年线上销售收入为 18.58 亿元，收入占比为 87.69%、收入同比增 50.12%；推算线下渠道收入同比增长 48%。

线上渠道中，第三方平台（自营、经销、代销模式均有）占主导、上半年收入 17.74 亿元、占总收入比例为 83.71%（同比-1.37PCT）、收入同比增 47.42%；自有平台（系自营）上半年收入 8440 万元、占总收入比例为 3.98%（同比+1.53PCT）、收入同比增 143.82%。

第三方平台细分来看，淘系（模式涵盖自营、经销、代销）上半年收入 10.37 亿元、占总收入比例为 48.96%（同比-2.72PCT）、收入同比增 41.93%；推算非淘系的第三方平台合计收入 7.36 亿元、占总收入比例为 35%，收入同比增 56%。主品牌御泥坊的天猫旗舰店销售占比约在 20~30%。

2) 分品类来看，上半年贴式面膜、非贴式面膜、水乳膏霜收入占比分别为 19.52%（同比-7.40PCT）、11.18%（-2.21PCT）、61.47%（+11.37PCT），收入分别同比+8.62%、+25.11%、+83.85%。其中面膜品类合计占比下降、水乳膏霜占比明显提升，品类结构得到优化。

3) 从品牌端来看，主品牌御泥坊上半年营收同比增长 41%，其中水乳膏霜占比提升了约 7PCT。

毛利率提升、期间费用率持平，存货、经营活动现金流向好

毛利率：上半年公司毛利率为 53.13%、同比提升 1.76PCT。其中，分品类来看，贴式面膜、非贴式面膜、水乳膏霜毛利率分别为 58.52%（同比+6.62PCT）、73.93%（+0.73PCT）、43.50%（+3.94PCT）。品牌方面，主品牌御泥坊毛利率同比提升约 2PCT 至 68%。毛利率提升主要由于上半年公司持续优化产品结构、产品定价提升以及代理业务的良性发展贡献。

费用率：上半年公司期间费用率为 47.86%、同比提升 0.24PCT，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 40.66%（同比-1.38PCT）、4.72%（+0.84PCT）、1.45%（+0.19PCT）、1.03%（+0.60PCT）。其中，管理费用率提升主要由于上半年公司人员规模增长和股权激励费用增加（相关股份支付费用 2132 万元）；研发费用率提升主要由于上半年公司大量招聘研发人才，加大研发相关投入所致；财务费用率提升主要为汇兑损失增加所致。

其他财务指标：1) 存货 21 年 6 月末较 21 年初增 3.14%至 7.17 亿元，同比增 9.67%；存货周转天数为 128 天、同比减少 54 天。存货周转天数大幅下降主要由于上半年销售规模增长、各个品牌着重打造爆款大单品、优化 SKU 结构以及公司加强供应链管理与订单控制所致。其中，公司主品牌御泥坊的存货周转率提升约 1 倍。

2) 应收账款 21 年 6 月末较 21 年初增 10.40%至 2.39 亿元，同比增 37.50%；应收账款周转天数为 19.36 天、同比增加 1 天。

3) 经营活动净现金流上半年同比增 256.50%至 1.49 亿元。

期待自主品牌和代理品牌双驱动、利润率继续提升

公司持续推进“多品牌、多品类、全渠道”策略，确定了以自主品牌为核心、自主品牌和代理品牌双业务驱动的增长模式。其中，主品牌御泥坊持续优化产品结构，提升水乳膏霜品类占比，不断强化全渠道运营能力，上半年在抖音、快手等新媒体渠道 GMV 同比增长 10 倍、7 月均位居国货美妆类目 TOP5，线下渠道同比增长超 100%。新锐品牌方面，小迷糊成功打造爆款产品战痘白泥，单品连续数月销量超过 40 万瓶；男士护肤品牌御 MEN 完成爆款洁面产品第四代升级上市。代理品牌方面，成功打造了城野医生 377 精华、露得清 A 醇家族系列产品、Kiko 粉饼等多款单品，并在维持与原有品牌良好合作发展上，继续拓展海外优秀品牌，上半年引入药妆品牌 Cellex-C、皮肤管理院线品牌美斯蒂克等。

我们持续看好公司多品牌促增长动力充足，盈利能力持续提升，维持 21~23 年 EPS 为 0.61/0.88/1.44 元，对应 21 年 PE26 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响超预期致终端消费疲软；新品或新品牌销售不及预期；流量成本上升，影响公司盈利能力；行业竞争加剧；费用控制不当。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,412	3,715	4,754	5,886	7,174
营业收入增长率	7.43%	54.02%	27.96%	23.81%	21.89%
净利润（百万元）	27	140	251	363	593
净利润增长率	-79.17%	415.28%	78.86%	44.77%	63.27%
EPS（元）	0.07	0.34	0.61	0.88	1.44
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.23%	10.37%	15.64%	18.46%	23.16%
P/E	242	47	26	18	11
P/B	5.4	4.9	4.1	3.3	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-30

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,412	3,715	4,754	5,886	7,174
营业成本	1,181	1,887	2,373	2,941	3,593
折旧和摊销	12	13	20	34	45
税金及附加	11	17	38	41	50
销售费用	1,041	1,438	1,754	2,137	2,457
管理费用	103	122	181	206	215
研发费用	44	48	62	77	93
财务费用	14	34	27	27	19
投资收益	14	4	5	5	5
营业利润	19	159	311	450	737
利润总额	23	159	314	454	741
所得税	-3	21	63	91	148
净利润	25	138	251	363	593
少数股东损益	-2	-2	0	0	0
归属母公司净利润	27	140	251	363	593
EPS(按最新股本计,元)	0.07	0.34	0.61	0.88	1.44

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	-209	131	262	311	515
净利润	27	140	251	363	593
折旧摊销	12	13	20	34	45
净营运资金增加	-226	198	187	278	330
其他	-22	-220	-197	-364	-453
投资活动产生现金流	162	-175	-300	-200	-100
净资本支出	-19	-210	-305	-205	-105
长期投资变化	0	6	0	0	0
其他资产变化	181	29	5	5	5
融资活动现金流	-125	116	291	59	-222
股本变化	139	0	0	0	0
债务净变化	106	80	318	86	-203
无息负债变化	14	116	171	147	169
净现金流	-171	57	253	170	193

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	51.1%	49.2%	50.1%	50.0%	49.9%
EBITDA 率	3.3%	6.4%	8.1%	9.2%	11.6%
EBIT 率	2.5%	5.8%	7.7%	8.6%	11.0%
税前净利润率	0.9%	4.3%	6.6%	7.7%	10.3%
归母净利润率	1.1%	3.8%	5.3%	6.2%	8.3%
ROA	1.4%	6.4%	8.6%	10.3%	14.6%
ROE (摊薄)	2.2%	10.4%	15.6%	18.5%	23.2%
经营性 ROIC	6.0%	12.3%	14.7%	16.6%	22.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	34%	38%	45%	44%	37%
流动比率	2.48	1.97	1.58	1.62	1.99
速动比率	1.25	1.12	0.97	1.00	1.23
归母权益/有息债务	6.75	5.21	2.77	2.96	5.55
有形资产/有息债务	9.60	7.88	4.82	5.09	8.53

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	1,843	2,173	2,913	3,509	4,069
货币资金	362	460	713	883	1,076
交易性金融资产	136	50	50	50	50
应收帐款	118	217	271	335	408
应收票据	0	1	0	0	1
其他应收款 (合计)	18	32	40	48	60
存货	738	696	806	960	1,148
其他流动资产	118	165	196	224	257
流动资产合计	1,490	1,620	2,076	2,501	3,000
其他权益工具	129	138	138	138	138
长期股权投资	0	6	6	6	6
固定资产	108	104	241	357	431
在建工程	4	174	288	321	293
无形资产	74	72	75	79	82
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	38	58	88	108	118
非流动资产合计	353	553	837	1,009	1,069
总负债	627	823	1,312	1,546	1,512
短期借款	152	260	578	664	462
应付账款	206	245	356	441	539
应付票据	116	108	142	176	216
预收账款	6	0	14	18	22
其他流动负债	121	210	221	245	274
流动负债合计	602	822	1,312	1,545	1,511
长期借款	24	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	0	0	0	0
非流动负债合计	25	0	0	0	0
股东权益	1,216	1,350	1,601	1,964	2,557
股本	411	411	411	411	411
公积金	648	652	677	714	773
未分配利润	377	517	743	1,070	1,603
归属母公司权益	1,218	1,353	1,604	1,967	2,560
少数股东权益	-2	-4	-4	-4	-4

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	43.15%	38.71%	36.90%	36.30%	34.25%
管理费用率	4.26%	3.27%	3.80%	3.50%	3.00%
财务费用率	0.58%	0.92%	0.58%	0.46%	0.27%
研发费用率	1.82%	1.28%	1.30%	1.30%	1.30%
所得税率	-11%	13%	20%	20%	20%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.51	0.32	0.64	0.76	1.25
每股净资产	2.96	3.29	3.90	4.79	6.23
每股销售收入	5.87	9.04	11.56	14.32	17.45

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	242	47	26	18	11
PB	5.4	4.9	4.1	3.3	2.6
EV/EBITDA	90.8	30.2	18.4	13.3	8.4
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE