

水羊股份 (300740)

证券研究报告

2021年08月30日

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

事件：

公司发布 2021 年中报，2021H1 实现营收 21.19 亿元，yoy+49.83%；归母净利润 0.89 亿元，yoy+164.48%。其中，2021Q2 营业收入 13.02 亿元，yoy+45.11%；归母净利润 0.58 亿元，yoy+88.65%。21 年上半年营收净利持续双高增，实现 1000 万+日均营收。

点评：

营收端，分产品看，品类结构优化，2021H1 水乳膏霜营收 13.03 亿元，yoy+83.85%，占比 61.47%，同比上升 11.38pct，毛利率 43.5%，同比提升 3.94pct；贴式面膜营收 4.14 亿元，yoy+8.62%，占比 19.52%，同比下降 7.4pct，毛利率 58.52%，同比上升 6.62pct；非贴式面膜营收 2.37 亿元，yoy+25.11%，占比 11.18%，同比下降 2.21pct，毛利率 73.93%，同比上升 0.73pct，公司持续优化产品，所有品类毛利率均实现同比上升。分渠道看，淘系营收 10.37 亿元，yoy+41.93%，占比 48.96%，同比下降 2.72pct。线上与主流电商平台建立深度合作关系，线下进入屈臣氏等化妆品专营店及公司直营店，各品牌积极实现全渠道覆盖。

成本端，2021H1 公司毛利率达 53.13%，同比上升 1.76pct；其中 2021Q2 毛利率 53.89%，同比上升 1.93pct。

费用端，销售费用率 40.66%，同比下降 1.38pct；管理费用率 4.72%，同比上升 0.84pct，主要系支付超 2000 万股权激励费用及人员薪酬提升所致；研发费用 0.3 亿元，yoy+72.71%，研发费用率 1.45%，同比上升 0.19pct，主要系大量招聘研发人才，加大研发技术体系、原材料等大规模投入所致；财务费用率为 1.03%，同比上升 0.6pct，主要系汇率变动导致汇兑损失增加所致。

利润端，2021H1 公司归母净利率 4.2%，同比上升 1.82pct。分季度看，2021Q2 归母净利率 4.48%，同比上升 1.04pct。

投资建议：

水羊股份持续深化“四双战略”，上半年在销售费用率同比下降的情况下实现营收净利双高增，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。预计公司 21-23 年利润分别为 2.4/3.7/5.8 亿，对应现阶段市值 29/19/12x，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行风险，行业竞争加剧风险；新品不达预期；代理品牌增速放缓

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	5,312.50	7,118.75	9,112.00
增长率(%)	7.43	54.02	43.00	34.00	28.00
EBITDA(百万元)	124.59	274.42	300.36	459.50	707.58
净利润(百万元)	27.22	140.27	235.89	371.32	579.52
增长率(%)	(79.17)	415.28	68.16	57.42	56.07
EPS(元/股)	0.07	0.34	0.57	0.90	1.41
市盈率(P/E)	255.19	49.52	29.45	18.71	11.99
市净率(P/B)	5.70	5.13	3.83	3.18	2.51
市销率(P/S)	2.88	1.87	1.31	0.98	0.76
EV/EBITDA	27.41	25.47	22.33	13.40	8.57

资料来源：wind，天风证券研究所

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	16.9 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)	377.00
A 股总市值(百万元)	6,946.92
流通 A 股市值(百万元)	6,371.28
每股净资产(元)	3.37
资产负债率(%)	36.27
一年内最高/最低(元)	28.58/14.58

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：贝格数据

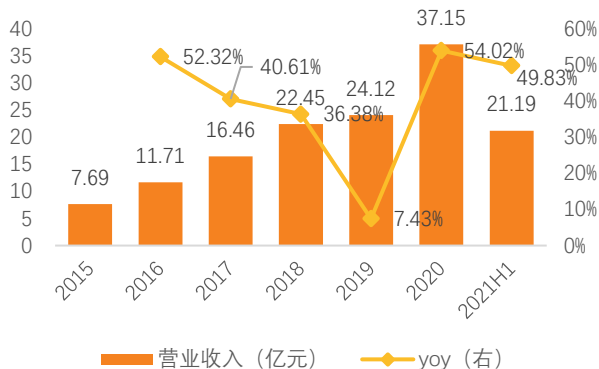
相关报告

- 《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
- 《水羊股份-年报点评报告:21Q1 净利十倍增长，20 年御泥坊营收+56%，深化四双战略争做美妆领头羊》 2021-04-27
- 《御家汇-公司点评:更名水羊股份奠定多业务方向，发布激励谋定长期目标大超预期》 2021-03-08

1. 事件

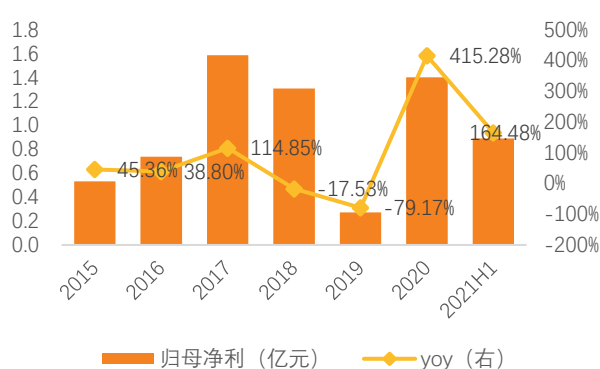
公司发布 2021 年中报，2021H1 实现营收 21.19 亿元，yoy+49.83%；归母净利 0.89 亿元，yoy+164.48%。其中，2021Q2 营业收入 13.02 亿元，yoy+45.11%；归母净利润 0.58 亿元，yoy+88.65%。21 年上半年营收净利持续双高增，实现 1000 万+日均营收。

图 1：2021H1 营收同比增长 49.83%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2021H1 归母净利同比增长 164.48%



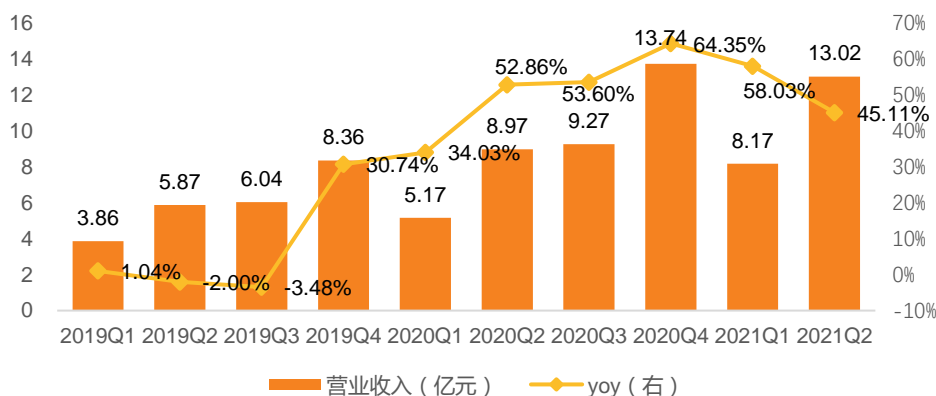
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 点评

2.1. 收入端

分季度看，2020Q1 至 2021Q2 营业收入分别为 5.17/8.97/9.27/13.74/8.17/13.02 亿元，分别同比+34.03%/52.86%/53.60%/64.35%/58.03%/45.11%，2021Q2 增速同比-7.75pct。

图 3：2021Q2 营收同比增长 45.11%

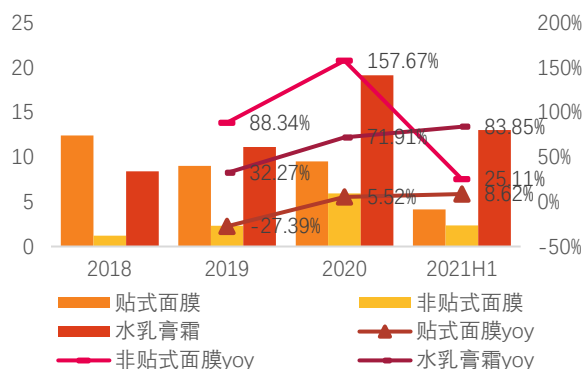


资料来源：Wind，天风证券研究所

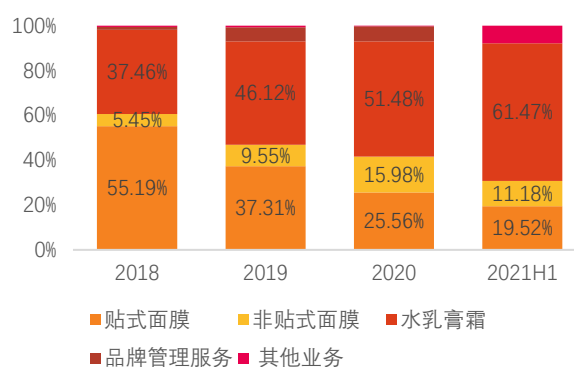
分产品看，品类结构优化，2021H1 水乳膏霜营收 13.03 亿元，yoy+83.85%，占比 61.47%，同比上升 11.38pct，毛利率 43.5%，同比提升 3.94pct；贴式面膜营收 4.14 亿元，yoy+8.62%，占比 19.52%，同比下降 7.4pct，毛利率 58.52%，同比上升 6.62pct；非贴式面膜营收 2.37 亿元，yoy+25.11%，占比 11.18%，同比下降 2.21pct，毛利率 73.93%，同比上升 0.73pct，公司持续优化产品，所有品类毛利率均实现同比上升。

图 4：2021H1 非贴式面膜长营收 yoy+157.67% (单位：亿元)

图 5：2021H1 水乳膏霜营收占比 61.47%。同比提升 11.38pct



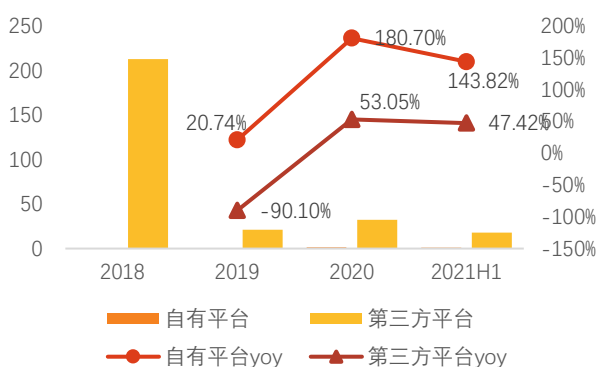
资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

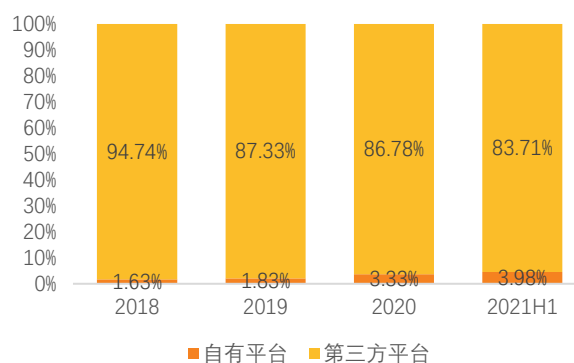
分渠道看，淘系营收 10.37 亿元，yoy+41.93%，占比 48.96%，同比下降 2.72pct。线上与主流电商平台建立深度合作关系，线下进入屈臣氏等化妆品专营店及公司直营店，各品牌积极实现全渠道覆盖。

图 6：2021H1 自有平台营收 yoy+143.82% (单位：亿元)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：2021H1 自有平台营收占比 83.71%，同比下降 1.37pct



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 成本端

2021H1 公司毛利率达 53.13%，同比上升 1.76pct；其中 2021Q2 毛利率 53.89%，同比上升 1.93pct。

图 8：2021H1 毛利率为 53.13%，同比提升 1.76pct

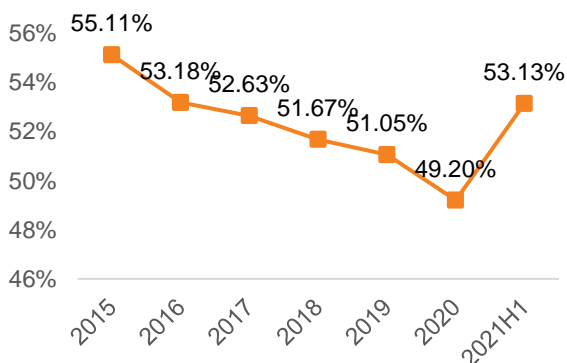
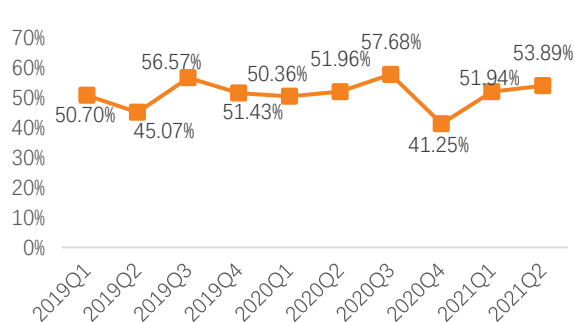


图 9：2021Q2 毛利率为 53.89%，同比提升 1.93pct



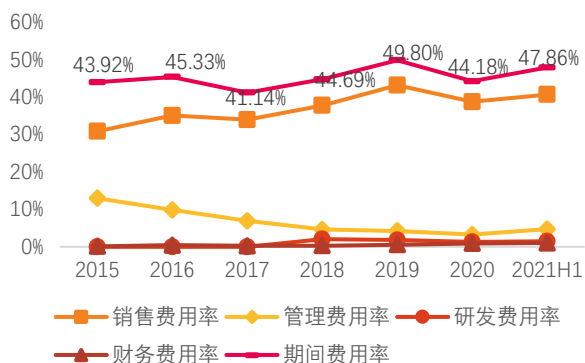
资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3. 费用端

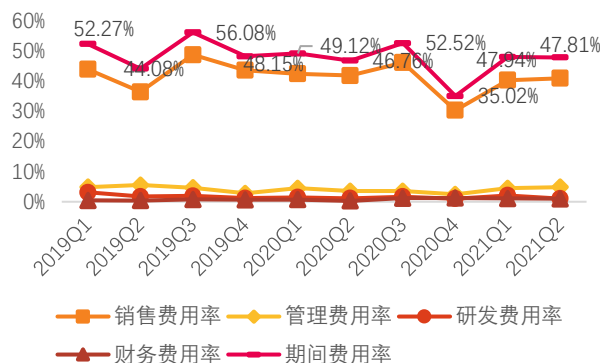
销售费用率 40.66%，同比下降 1.38pct；管理费用率 4.72%，同比上升 0.84pct，主要系支付超 2000 万股权激励费用及人员薪酬提升所致；研发费用 0.3 亿元，yoy+72.71%，研发费用率 1.45%，同比上升 0.19pct，主要系大量招聘研发人才，加大研发技术体系、原材料等大规模投入所致；财务费用率为 1.03%，同比上升 0.6pct，主要系汇率变动导致汇兑损失增加所致。

图 10：2021H1 期间费用率为 47.86%，同比下降 1.38pct



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：2021Q2 期间费用率为 47.81%，同比上升 1.05pct



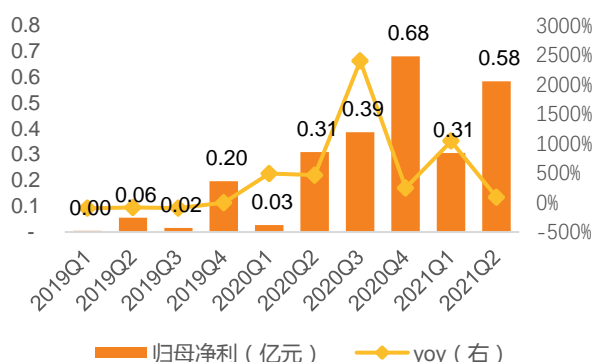
资料来源：Wind，天风证券研究所

分季度看，2021Q2 销售费用率 40.91%，同比下降 0.92pct；管理费用率为 4.87%，同比上升 1.32pct；研发费用率为 1.05%，同比下降 0.07pct；财务费用率为 0.99%，同比上升 0.71pct。实现高营收的同时销售费用率连续四个季度同比下降，体现了公司在营销效率上的优化能力。

2.4. 利润端

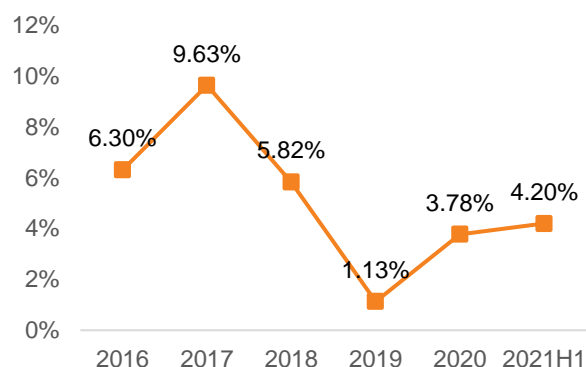
2021H1 公司归母净利率 4.2%，同比上升 1.82pct。分季度看，2021Q2 归母净利率 4.48%，同比上升 1.04pct。

图 12：2021Q2 归母净利同比增长 88.65%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：2021H1 归母净利率为 4.2%，同比上升 1.82pct

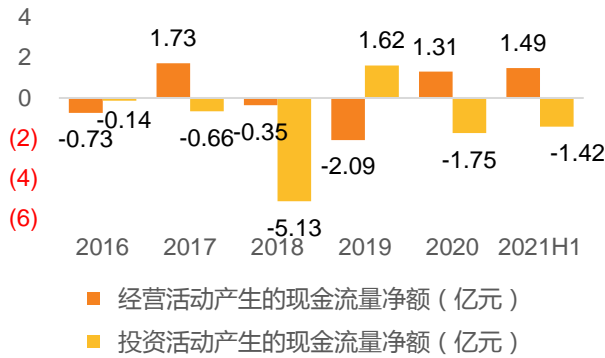


资料来源：Wind，天风证券研究所

2.5. 现金流

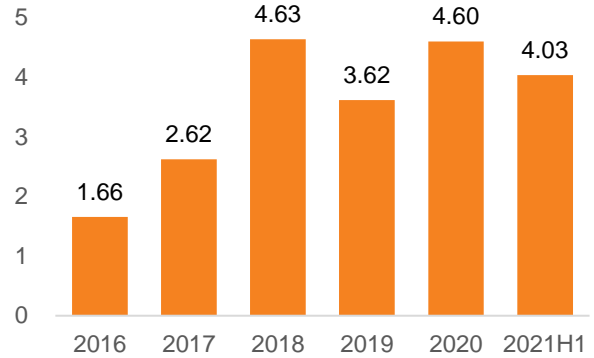
营运质量持续改善，2021H1 经营性现金流 1.49 亿元，同比增长 256.5%，营运资金使用效率大幅提升，御泥坊存货周转提效 1 倍。

图 14：2021H1 经营活动产生的现金流净额 1.49 亿元



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：2021H1 货币资金 4.03 亿元



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.6. 自有品牌+代理品牌双业务开花

自有品牌+代理品牌双业务开花，50+多品牌，20+多品类，130+多渠道。自主品牌方面，御泥坊 21H1 营收 yoy+41.18%，其中水乳膏霜占比提升 7pct，毛利率同比提升 2pct；全渠道均衡发展，21H1 天猫渠道占比仅 26%，抖音、快手等新媒体渠道 GMV 同比 10 倍增长，7 月均占国货美妆类目 TOP5，不断完善御泥坊产品结构。新锐品牌小迷糊在年轻用户中较大曝光，热门“战痘白泥”单月单品销量 40w+套，5 月单品销量位居天猫膜品类 TOP1，逐步根据市场找到自身发展之路。**代理品牌方面**，不同于传统 TP，具备从资产、品牌、销售、渠道的全方位运营孵化能力，打造多个 TOP1 产品，与强生的合作逐步进入良性发展轨道业绩稳步增长，帮助城野医生、露得清、伊菲丹等多个国际品牌深入细分赛道、推出差异化爆品。

2.7. 研发与数字双科技赋能战略

研发与数字双科技赋能战略。研发方面，围绕“一中心、一平台、三研究院”的研发组织体系，参与指定两项国家标准发布执行，申请 15 项国家发明专利等，并持续加强与国际顶尖原料供应商德之馨、杜邦、巴斯夫、陶氏等合作，另一方面内部加大研发技术体系实现多项原料自主掌控。数字化方面，率先通过电商化、在线化阶段进入到数据化、智能化阶段，全渠道会员管理系统为品牌提供人群洞察基础，以此支撑品牌运营精准性，搭建全渠道数字化整合管理系统，实现多品牌、全渠道协同管理。

3. 投资建议

水羊股份持续深化“四双战略”，上半年在销售费用率同比下降的情况下实现营收净利双高增，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。预计公司 21-23 年利润分别为 2.4/3.7/5.8 亿，对应现阶段市值 29/19/12x，维持“买入”评级。

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	425.00	587.85	728.96
应收票据及应收账款	117.76	217.28	256.38	122.27	190.73
预付账款	74.38	87.77	150.29	160.32	203.18
存货	737.95	695.61	1,535.03	1,428.05	2,080.37
其他	197.99	159.34	292.14	229.93	233.48
流动资产合计	1,489.92	1,619.85	2,658.84	2,528.42	3,436.73
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	3,207.21	3,156.55	4,097.04
短期借款	151.86	260.00	315.22	20.00	54.21
应付票据及应付账款	322.73	352.50	787.58	686.63	978.07
其他	126.95	209.77	229.23	268.06	312.45
流动负债合计	601.54	822.27	1,332.03	974.69	1,344.73
长期借款	23.98	0.00	68.22	20.00	28.61
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	71.37	21.70	30.38
负债合计	627.02	822.72	1,403.41	996.39	1,375.10
少数股东权益	(2.40)	(3.52)	(12.08)	(27.04)	(44.78)
股本	411.12	411.06	411.06	411.06	411.06
资本公积	629.85	633.42	633.42	633.42	633.42
留存收益	1,025.08	1,168.93	1,404.82	1,776.14	2,355.66
其他	(847.78)	(860.11)	(633.42)	(633.42)	(633.42)
股东权益合计	1,215.87	1,349.79	1,803.80	2,160.16	2,721.94
负债和股东权益总计	1,842.89	2,172.51	3,207.21	3,156.55	4,097.04

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	25.37	138.19	235.89	371.32	579.52
折旧摊销	19.07	20.99	11.54	15.96	19.60
财务费用	7.93	23.11	12.00	6.70	(0.91)
投资损失	(14.24)	(3.79)	(5.00)	(8.00)	(8.00)
营运资金变动	156.73	56.63	(570.60)	229.31	(457.83)
其它	(403.96)	(104.53)	35.49	0.34	(42.63)
经营活动现金流	(209.09)	130.60	(280.67)	615.64	89.75
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	386.41	42.52	84.65
股权融资	(222.52)	(39.40)	214.68	(6.70)	0.91
其他	(83.19)	(104.68)	(260.00)	(386.41)	(42.52)
筹资活动现金流	(125.29)	115.92	341.10	(350.59)	43.04
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	(34.85)	162.85	141.11

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,412.12	3,715.04	5,312.50	7,118.75	9,112.00
营业成本	1,180.69	1,887.11	2,534.06	3,239.03	3,954.61
营业税金及附加	11.32	17.27	24.70	33.10	42.37
营业费用	1,040.79	1,438.09	2,161.13	2,981.33	3,907.23
管理费用	102.74	121.65	277.71	311.90	306.58
研发费用	43.89	47.56	70.14	128.14	191.35
财务费用	13.92	34.16	12.00	6.70	(0.91)
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	276.81	436.85	688.89
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	277.22	437.26	689.30
所得税	(2.60)	21.11	49.90	80.89	127.52
净利润	25.37	138.19	227.32	356.37	561.78
少数股东损益	(1.86)	(2.08)	(8.57)	(14.96)	(17.74)
归属于母公司净利润	27.22	140.27	235.89	371.32	579.52
每股收益(元)	0.07	0.34	0.57	0.90	1.41

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	7.43%	54.02%	43.00%	34.00%	28.00%
营业利润	-88.16%	751.56%	73.74%	57.81%	57.69%
归属于母公司净利润	-79.17%	415.28%	68.16%	57.42%	56.07%
获利能力					
毛利率	51.05%	49.20%	52.30%	54.50%	56.60%
净利率	1.13%	3.78%	4.44%	5.22%	6.36%
ROE	2.23%	10.37%	12.99%	16.98%	20.95%
ROIC	3.98%	22.94%	26.21%	22.93%	40.18%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	34.02%	37.87%	43.76%	31.57%	33.56%
净负债率	-14.92%	-14.81%	-2.14%	-25.24%	-23.67%
流动比率	2.48	1.97	2.00	2.59	2.56
速动比率	1.25	1.12	0.84	1.13	1.01
营运能力					
应收账款周转率	22.13	22.18	22.43	37.60	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	1.98	2.24	2.51
每股指标(元)					
每股收益	0.07	0.34	0.57	0.90	1.41
每股经营现金流	-0.51	0.32	-0.68	1.50	0.22
每股净资产	2.96	3.29	4.42	5.32	6.73
估值比率					
市盈率	255.19	49.52	29.45	18.71	11.99
市净率	5.70	5.13	3.83	3.18	2.51
EV/EBITDA	27.41	25.47	22.33	13.40	8.57
EV/EBIT	30.40	26.72	23.22	13.88	8.81

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com