

证券研究报告—动态报告

商业贸易

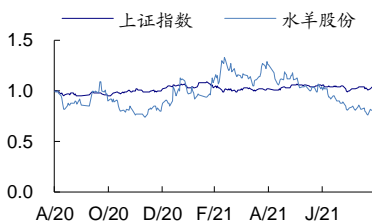
零售

水羊股份(300740)
增持

2021 年半年报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 30 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	411/377
总市值/流通(百万元)	6,947/6,371
上证综指/深圳成指	3,522/14,437
12 个月最高/最低(元)	28.58/14.58

相关研究报告:

《水羊股份-300740-2020 年年报暨 2021 年一季报点评: 业绩表现持续靓丽, 盈利能力加速改善》——2021-04-26
 《御家汇-300740-重大事件快评: 股权激励提出高增长目标, 更名“水羊股份”推动战略全面升级》——2021-03-08
 《御家汇-300740-2020 年三季报点评: 业绩持续高增长, 盈利能力加速改善》——2020-10-28
 《御家汇-300740-2020 年中报点评: 自有品牌迎来拐点, 代理品牌爆发》——2020-08-11

证券分析师: 张峻豪

电话: 021-60933168
 E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517070001
联系人: 柳旭
 电话: 0755-81981311
 E-MAIL: liuxu1@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
营收利润双高增, 品类及渠道结构持续优化
● 营收、利润实现双高增, 盈利能力持续提升

21H1 公司实现营收 21.19 亿元, 同比+49.83%, 归母净利润 0.89 亿元, 同比 164.48%, 接近此前业绩预告区间上限, 扣非净利润 +149.09%; 单 Q2 实现营收和利润分别增长 45%和 89%, 主要系公司在各项业务均实现较快发展基础上, 成本费用水平改善明显。

● 营收分拆: 水乳膏霜同比高增, 平台多元化加速

分品类看, 贴式面膜取得营收 4.14 亿元, 同比+8.62%; 非贴式面膜 2.37 亿元, 同比+25.11%, 水乳膏霜 13.03 亿元, 同比+83.85%。本期水乳膏霜占比 61.47%, 较 20 年底+11.13pct, 占比持续提高。分品牌看, 自主品牌御泥坊营收同比+41.18%, 毛利率+2pct。分渠道看, 自有平台实现收入 0.84 亿元, 同比+143.82%, 营收占比 3.98%。上半年公司在淘系传统平台继续实现 41.93%高增长基础上, 积极发力抖快等新兴渠道, 非淘系占比渠道提升至 51%以上。

● 品类结构优化拉升毛利率水平, 经营性现金流净额由负转正

盈利能力方面, 21H1 毛利率 53.13%, 同比+1.76pct, 销售费用率 40.66%, 同比-1.38pct, 得益于公司品类结构的持续优化以及营销投放的优化, 公司盈利能力持续提升; 而研发费用同比+72%, 公司重视并持续加大研发技术体系、原材料等大规模投入。经营能力方面, 21H1 存货周转天数 128 天, 同比-54 天, 表现优异。经营性现金流同比 +256.5%, 实现由负转正, 主要源于投放效果的持续改善。

● 风险提示: 疫情出现反复; 电商增速不达预期; 新品推进不达预期
● 投资建议: 盈利能力持续提升, 科技赋能双业务驱动, 维持“增持”

公司深化“双四战略”, 品牌端自主品牌+代理品牌双轮驱动, 主品牌御泥坊产品不断拓新升级, 实现客单价稳步提升, 新锐品牌和代理品牌持续发力; 渠道端, 在淘系实现稳定增速基础上, 公司重点发力抖快等新兴渠道, 在流量去中心化过程实现多元化发展; 产品端不断提高研发投入, 同时采用数字化赋能组织提高管理效率。此外公司通过股权激励绑定管理层及业务骨干利益, 有助于长期健康发展。维持公司 21-23 年 EPS 预期 0.55/0.88/1.33 元/股, 对应 PE30/19/13 倍。

盈利预测和财务指标

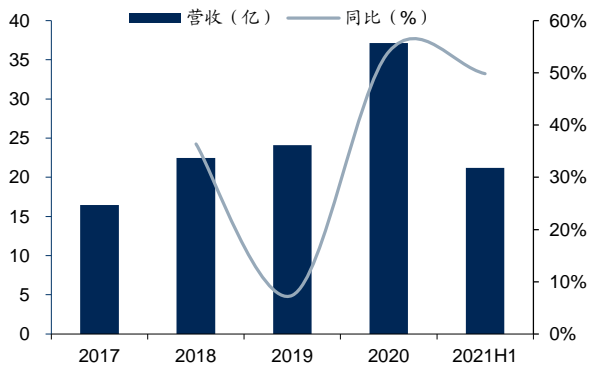
	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,715.04	5,155.38	6,613.90	8,053.42
(+/-%)	54.02%	38.77%	28.29%	21.77%
净利润(百万元)	140.27	227.91	361.76	546.98
(+/-%)	415.28%	62.47%	58.73%	51.20%
摊薄每股收益(元)	0.34	0.55	0.88	1.33
EBITMargin	6.75%	4.73%	6.11%	7.61%
净资产收益率(ROE)	10.37%	14.84%	19.82%	24.17%
市盈率(PE)	49.52	30.48	19.20	12.70
EV/EBITDA	29.46	31.48	19.77	13.15
市净率(PB)	5.13	4.52	3.81	3.07

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

营收、利润实现双高增，盈利能力持续改善

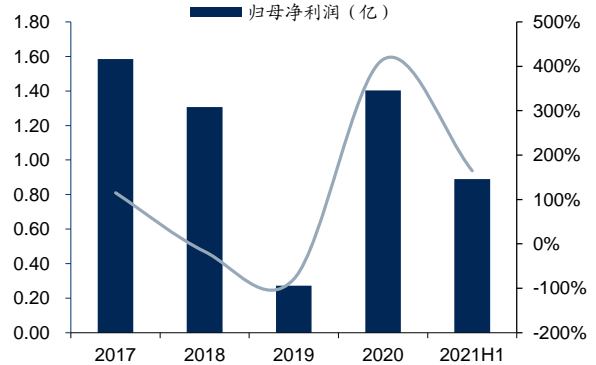
21H1 公司实现营收 21.19 亿元，同比+49.83%，归母净利润 0.89 亿元，同比 164.48%，扣非净利润 0.79 亿元，同比+149.09%，日均营收超 1000 万。单 Q2 实现营收 13.02 亿元，同比+45.11%，归母净利润 0.58 亿元，同比+88.65%，取得快速发展。主要系公司各项业务实现了较快发展，产品结构改善提升毛利水平，同时保持了较好的控费能力，带来公司整体盈利能力持续改善。

图 1：水羊股份营收及增速（亿元、%）



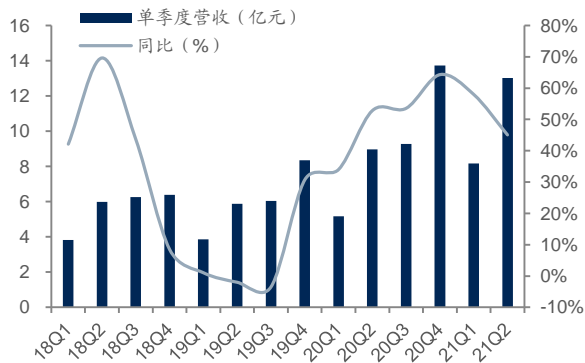
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 2：水羊股份归母净利润及增速（亿元、%）



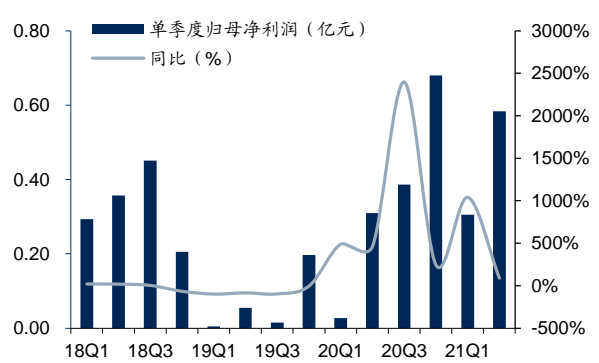
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 3：水羊股份分季度营收及增速（亿元、%）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 4：水羊股份分季度归母净利润及增速（亿元、%）



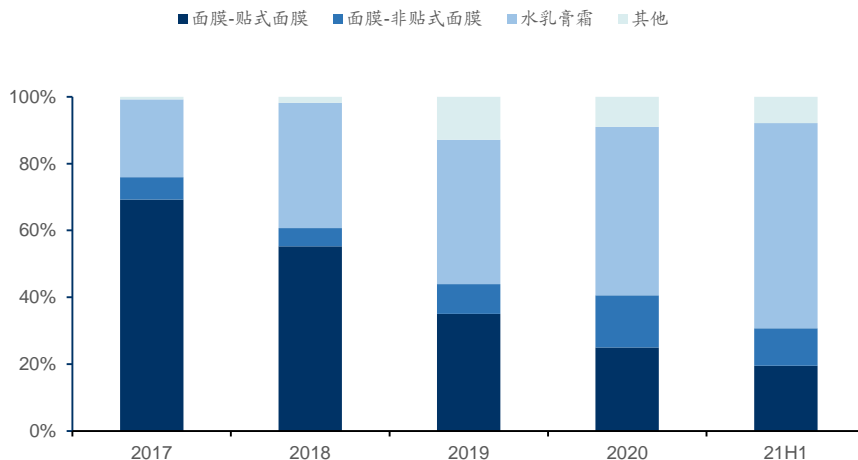
资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

营收分拆：水乳膏霜同比高增，自营取得高速增长

分品类看，贴式面膜取得营收 4.14 亿元，同比+8.62%；非贴式面膜 2.37 亿元，同比+25.11%，水乳膏霜 13.03 亿元，同比+ 83.85%。本期水乳膏霜占比 61.47%，较 20 年底+11.13pct，面膜占比 30.69%，较 20 年底-9.92pct，其他占比 7.84%，公司品类结构持续优化，水乳膏霜类占比不断提升。

分品牌看，自主品牌御泥坊营收同比+41.18%，毛利率+2pct，存货周转提效 1 倍，其中水乳膏霜占比提升 7pct，其中天猫渠道占比 26%，依赖度低，致力于全渠道均衡发展。在新品推出方面，上半年推出淡斑美白次抛精华、元气畅饮补水面膜和豆乳面膜，首月上市月销分别突破 7/6/2 万盒；新锐品牌小迷糊爆款“战痘白泥”5 月单品销量位居天猫面膜品类 TOP1，代理品牌城野医生、KIKO、露得清、李施德林、强生婴儿等在天猫细分品类排名位居前三。

图 5: 水羊股份分产品营收占比 (%)



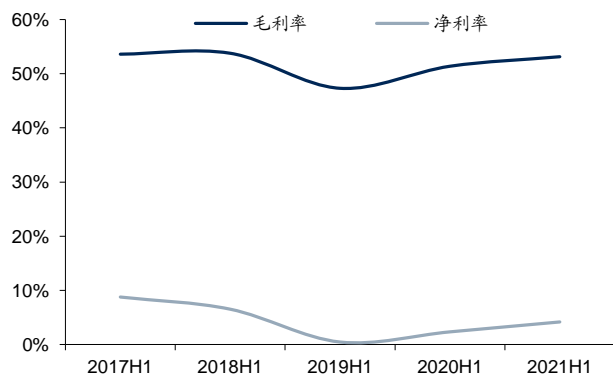
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

分渠道看,本期自有平台实现收入 0.84 亿元,同比+ 143.82%,营收占比 3.98%,占比提升 1.53pct; 第三方平台实现收入 17.74 亿元,同比+47.42%,营收占比 83.71%,占比-1.37pct,其中淘系平台收入 10.37 亿元,同比+ 41.93%,营收占比 48.96%。上半年公司不断提升自营渠道占比,发力抖快等新媒体渠道,店铺自播与头部达人组合发力,GMV 实现同比 10 倍增长,7 月御泥坊在抖音、快手平台 GMV 排名均占国货美妆类目 TOP5; 线下渠道也持续高增长,整体销售同比增长超 100%,在保持屈臣氏国货面膜零售份额前列的同时,在线下各渠道上线了护肤线产品,实现了线下跨品类销售。

品类结构优化拉动毛利率提升,经营性现金流持续向好

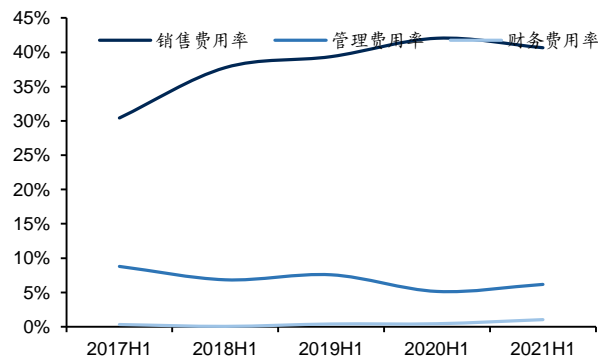
盈利能力方面,21H1 毛利率 53.13%,同比+1.76pct,净利率 4.18%,同比+1.83pct; 盈利能力提升主要源于品类结构的持续优化以及控费能力提升,本期销售费用率 40.66%,同比-1.38pct,主要系股权激励费用的摊销以及人员增加; 本期研发费用 0.31 亿元,同比+72%,公司加大研发力度,上半年参与指定两项国家标准发布执行,获得多项专利,公司持续加大研发技术体系、原材料等大规模投入。

图 6: 水羊股份毛利率、净利率变化情况 (%)



资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

图 7: 水羊股份三项费用率变化情况 (%)

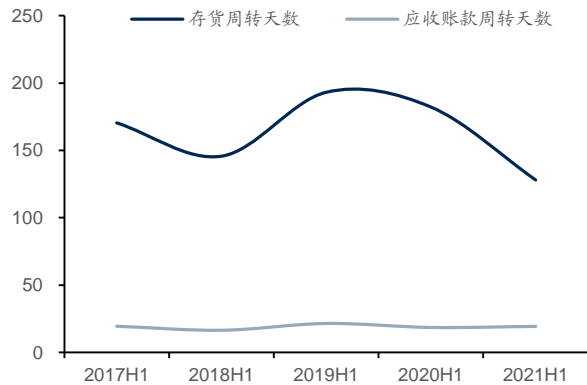


资料来源:wind、国信证券经济研究所整理

经营能力方面,21H1 存货周转天数 128 天,同比-54 天,降至近几年最低水平,主要系销售增长、爆品策略导致 SKU 数量和产品结构优化,有利于存货管理;

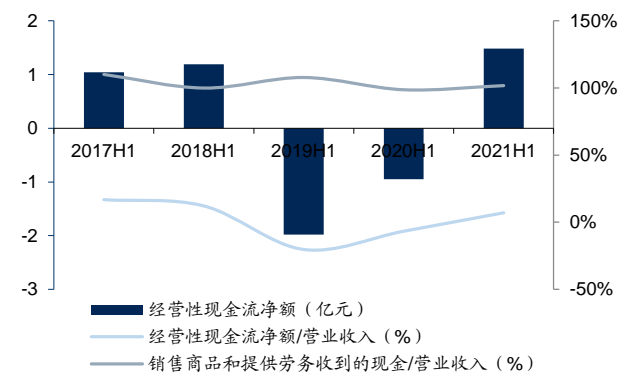
同时供应链管理加强了订单控制，提升了存货管控水平。应收账款周转天数保持稳定；经营性现金流同比+256.5%，一季度已实现由负转正，主要源于投放效果改善，以及持续优化应收、应付款，做账期管理，进一步优化现金流，资金使用效率提升。

图 8：水羊股份存货及应收账款周转天数（天）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

图 9：水羊股份现金流状况（亿元、%）



资料来源：wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：盈利能力持续提升，科技赋能双业务驱动，维持“增持”

公司深化“四双战略”。品牌端，自主品牌+代理品牌双轮驱动，公司目前共覆盖品牌 50+，品类 20+，自主品牌御泥坊产品不断拓新升级，带来客单价持续提升，新锐品牌营销发力，同时公司持续积极拓展代理品牌；渠道端，在淘系传统渠道稳定高增长基础上，持续优化渠道结构，覆盖 130+渠道，在抖快等新兴渠道取得快速发展；研发端，公司不断提高研发投入，同时采用数字化赋能组织提高管理效率；并且公司在平台生态建设方面，内外联合上下游企业，打造良好内外部生态促进品牌发展。同时公司通过实行股权激励有效绑定管理层及业务骨干利益，有助于公司的长期健康持久发展。预计公司 21-23 年 EPS 为 0.55/0.88/1.33 元/股，对应 PE30/19/13 倍。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 2021/08/27	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020
603605	珀莱雅	买入	153.68	2.37	2.86	3.47	64.84	53.73	44.29	14.30
603983	丸美股份	增持	34.07	1.16	1.22	1.45	29.42	27.97	23.45	4.59
300740	水羊股份	增持	16.90	0.34	0.55	0.88	49.52	31.48	19.77	5.13
600315	上海家化	买入	48.20	0.63	0.83	1.21	76.51	58.07	39.83	5.44
688363	华熙生物	增持	189.24	1.35	1.77	2.27	140.18	106.92	83.37	18.10

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	460	428	417	435	营业收入	3715	5155	6614	8053
应收款项	249	305	403	503	营业成本	1887	2605	3301	3961
存货净额	696	1316	1651	1815	营业税金及附加	17	26	33	40
其他流动资产	165	258	331	403	销售费用	1438	1994	2527	3026
流动资产合计	1620	2369	2863	3218	管理费用	122	287	348	414
固定资产	279	251	245	239	财务费用	34	5	10	4
无形资产及其他	72	70	68	66	投资收益	4	10	10	10
投资性房地产	196	196	196	196	资产减值及公允价值变动	7	10	10	10
长期股权投资	6	6	6	6	其他收入	(68)	0	0	0
资产总计	2173	2892	3378	3726	营业利润	159	259	414	629
短期借款及交易性金融负债	260	449	463	205	营业外净收支	(0)	5	5	5
应付款项	352	668	789	902	利润总额	159	264	419	634
其他流动负债	210	245	309	371	所得税费用	21	40	63	95
流动负债合计	822	1362	1561	1477	少数股东损益	(2)	(3)	(5)	(8)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	140	228	362	547
其他长期负债	0	1	2	3					
长期负债合计	0	1	2	3	现金流量表 (百万元)				
负债合计	823	1363	1564	1480	净利润	140	228	362	547
少数股东权益	(4)	(6)	(11)	(17)	资产减值准备	(7)	31	3	0
股东权益	1353	1536	1825	2263	折旧摊销	13	20	26	28
负债和股东权益总计	2173	2892	3378	3726	公允价值变动损失	(7)	(10)	(10)	(10)
					财务费用	34	5	10	4
关键财务与估值指标					营运资本变动	(37)	(387)	(316)	(161)
每股收益	0.34	0.55	0.88	1.33	其它	5	(33)	(7)	(7)
每股红利	0.03	0.11	0.18	0.27	经营活动现金流	107	(152)	58	397
每股净资产	3.29	3.74	4.44	5.51	资本开支	(178)	(11)	(11)	(11)
ROIC	16%	12%	17%	23%	其它投资现金流	86	(12)	0	0
ROE	10%	15%	20%	24%	投资活动现金流	(98)	(23)	(11)	(11)
毛利率	49%	49%	50%	51%	权益性融资	6	0	0	0
EBIT Margin	7%	5%	6%	8%	负债净变化	(24)	0	0	0
EBITDA Margin	7%	5%	7%	8%	支付股利、利息	(10)	(46)	(72)	(109)
收入增长	54%	39%	28%	22%	其它融资现金流	153	189	14	(258)
净利润增长率	415%	62%	59%	51%	融资活动现金流	90	143	(58)	(368)
资产负债率	38%	47%	46%	39%	现金净变动	98	(31)	(12)	18
息率	0.1%	0.7%	1.0%	1.6%	货币资金的期初余额	362	460	428	417
P/E	49.5	30.5	19.2	12.7	货币资金的期末余额	460	428	417	435
P/B	5.1	4.5	3.8	3.1	企业自由现金流	15	(171)	43	377
EV/EBITDA	29.5	31.5	19.8	13.1	权益自由现金流	144	14	48	115

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032