消费升级与娱乐研究中心

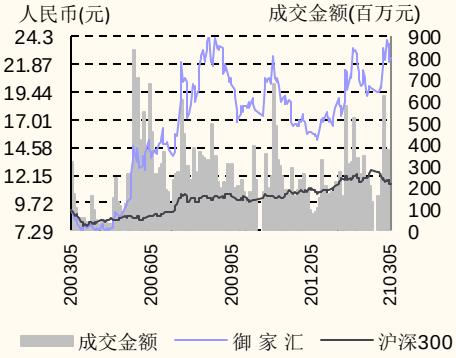
御家汇 (300740.SZ) 买入（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：22.40 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)	92.08
年内股价最高最低(元)	24.30/7.29
沪深 300 指数	5263
创业板指	2872



相关报告

1.《“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

李婕 分析师 SAC 执业编号：S1130520110003
lijie6@gjzq.com.cn

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

股权激励范围广，目标高增长

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,245	2,412	3,717	5,112	6,385
营业收入增长率	36.38%	7.43%	54.11%	37.51%	24.91%
归母净利润(百万元)	131	27	141	234	312
归母净利润增长率	-17.53%	-79.17%	417.55%	66.43%	33.25%
摊薄每股收益(元)	0.481	0.066	0.34	0.57	0.76
每股经营性现金流净额	-0.13	-0.51	0.10	0.12	0.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.34%	2.23%	9.20%	14.03%	16.81%
P/E	38	143	65	39	29
P/B	3.52	3.20	6.01	5.51	4.95

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 3 月 5 日公司公告拟向不超 500 名激励对象以 9.03 元/股授予限制性股票 1000 万股，股票来源为定向增发，其中首次授予 860 万股，分三期解锁。
- 同时公告拟变更公司名称为“水羊集团”、证券简称变更为“水羊股份”。

分析

- **本次股权激励范围广、对 90 后新锐品牌负责人寄予厚望：**本次激励范围广，激励对象不超 500 名、包含研发、供应链、新锐品牌负责人等。其中首次授予董事长戴总 150 万股、90 后新锐品牌负责人黄晨泽 102.86 万股（数量仅次于董事长）、供应链部部长张虎儿 3.78 万股、董秘吴小瑾 3.78 万股、财务总监晏德军 2.65 万股、御泥坊首席研发师何广文 0.45 万股；其他高管解锁比例为 33%/33%/33%，黄晨泽解锁比例 40%/40%/20%，对年轻人激励兑现更及时，彰显公司对新锐品牌发展以及年轻人寄予厚望。
- **业绩考核目标高增长，高于市场一致预期：**业绩考核目标为以 20 年净利为基数，21/22/23 年净利增速不低于 80%/180%/330%，折算同比增速分别为 80%/55.56%/53.57%，目标增速高于此前市场一致预期。
- **变更公司名称为水羊集团，彰显拓展代理业务决心：**公司 15 年首次代理国际品牌线上业务，18 年成立“水羊国际”、加速国际品牌线上代运营业务，19 年下半年与强生集团达成战略合作，代理强生集团中国区线上业务。本次变更公司名称为水羊集团，提高代理业务在公司的战略高度，彰显公司未来继续拓展代理业务的决心。

投资建议

- 获益主品牌爆款打造、强生代理业务放量，公司 20 年业绩大幅改善。跟踪品牌天猫旗舰店最新数据，21 年 1~2 月御泥坊同增 102%、氨基酸泥浆清洁面膜继续畅销；小迷糊同增 11%；花瑶花同增 146%；城野医生/李施德林/露得清/强生等分别同增 81%/154%/288%/123%（详尽数据请见附录）。
- 股权激励充分、代理业务提升战略高度，自有多品牌发展+代理业务双轮驱动，发展动力足。维持 20~22 年 EPS 分别为 0.34 /0.57/0.76 元，对应 21~22 年 PE 分别为 39/29 倍，估值低于同业，维持“买入”评级。

风险提示

- 营销投放/新品销售不及预期；限售股解禁；董事长股票质押；汇率波动。

图表 1：御家汇自有品牌及代理品牌天猫旗舰店销售增速跟踪

公司	自有品牌			代理强生品牌						代理其他品牌						代理品牌合计
品牌	御泥坊	小迷糊	花瑶花	城野医生	李施德林	露得清	强生	强生婴儿	嗳呵	丽得姿	KIKO	ALBION	LUMENE	ZELENS	LG生活健康旗舰店	
2018-11	15%	15%														
2018-12	-34%	-12%														
2019-01	-40%	-39%														
2019-02	-18%	-85%														
2019-03	-60%	-44%														
2019-04	-51%	-24%														
2019-05	-49%	-50%														
2019-06	-18%	-48%														
2019-07	-25%	-52%														
2019-08	45%	-16%														
2019-09	47%	45%														
2019-10	-55%	-9%														
2019-11	-26%	-36%														
2019-12	-8%	-16%														
2020-01	-45%	-34%														
2020-02	-12%	-31%														
2020-03	102%	14%														
2020-04	222%	42%	269%	-41%												
2020-05	165%	49%	-23%	62%												
2020-06	60%	7%	141%	5%												
2020-07	195%	42%	213%	2%												
2020-08	30%	6%	319%	0%	8%			16%	-46%	42%	-31%	-58%	407%	502%		
2020-09	33%	-27%	124%	-8%	-7%			-31%	-75%	-72%	-67%	2%	285%	-66%	-8%	24%
2020-10	454%	53%	6%	186%	75%			-56%	-54%	-13%	-30%	10%	39%	-39%	55%	18%
2020-11	85%	-54%	522%	4%	159%			17%	15%	-89%	-23%	135%	115%	-79%	-36%	31%
2020-12	80%	-15%	-26%	-12%	166%			72%	85%	-87%	-17%	-4%	55%	-72%	54%	36%
20Q1	27%	-13%			218%			39%	68%	-51%	7%	30%	129%	-60%	646%	72%
20Q2	113%	28%	48%	5%	294%			132%	60%	-44%	164%	31%	121%	540%	2124%	308%
20Q3	58%	-5%	193%	-3%	125%		34%	47%	-31%	-84%	75%	13%	-4%	-14%	-30%	19%
20Q4	126%	-16%	118%	9%	91%		69%	43%	-46%	-86%	26%	13%	-44%	-47%	156%	21%
2021-01	226%	51%	121%	95%	162%	78%	220%	295%	143%	-71%	24%	23%	21%	142%	25%	109%
2021-01、02	102%	11%	146%	81%	154%	288%	123%	138%	38%	-53%	42%	-18%	-30%	3%	102%	78%

来源：国金证券数据中心、国金证券研究所

注：1）公司线上除品牌天猫旗舰店直营外，还有经销/代销等模式，天猫旗舰店增速不代表公司品牌线上总体增速；

2）代理品牌合计增速仅包含了上面所列的代理品牌、未囊括公司所有代理品牌。

图表 2：本次激励计划激励对象授予情况

序号	姓名	国籍	职务/履历	获授数量（万股）	占授予总量的比例	占公司总股本的比例
1	戴跃锋	中国	董事长、总经理	150	15.00%	0.36%
2	何广文	新加坡	历任新加坡科学院高级科学家,宝洁(日本、新加坡)有限公司高级研发经理、高级科学家。2015 年 12 月至今公司副总经理,2016 年 9 月至今任公司董事，现为**御泥坊首席研发师**	0.45	0.05%	0.00%
3	黄晨泽*	中国	90 后，曾任小迷糊品牌总监,2018 年 12 月至今公司**新锐品牌的整体运营负责人**。	102.86	10.29%	0.25%
4	朱珊	中国	董事	3.78	0.38%	0.01%
5	张虎儿	中国	历任御家汇股份有限公司供应链部部长、总监。2013 年 7 月至今任公司副总经理,2014 年 12 月至今任公司董事。	3.78	0.3780&	0.01%
6	陈喆	中国	董事	0.45	0.05%	0.00%
7	吴小瑾	中国	副总经理、董事会秘书	3.78	0.38%	0.01%
8	晏德军	中国	副总经理、财务总监	2.646	0.26%	0.01%

董事会认为应当激励的其他人员（492 人）	592.254	59.23%	1.44%
预留部分	140	14.00%	0.34%
合计	**1000**	**100.00%**	**2.43%**

来源：公司公告、国金证券研究所

注：本次激励计划首次授予对象董监高中黄晨泽为第二类激励对象，其他为第一类激励对象；第一、二类激励对象业绩考核目标相同，不同在于三期解锁比例，第一类解锁比例分别为 1:1:1，第二类解锁比例分别为 2:2:1。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	**1,646**	**2,245**	**2,412**	**3,717**	**5,112**	**6,385**
增长率		36.4%	7.4%	54.1%	37.5%	24.9%
主营业务成本	-780	-1,085	-1,181	-1,709	-2,302	-2,794
%销售收入	47.4%	48.3%	48.9%	46.0%	45.0%	43.8%
毛利	867	1,160	1,231	2,008	2,809	3,591
%销售收入	52.6%	51.7%	51.1%	54.0%	55.0%	56.2%
营业税金及附加	-18	-15	-11	-19	-26	-32
%销售收入	1.1%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-559	-847	-1,041	-1,630	-2,275	-2,873
%销售收入	33.9%	37.7%	43.1%	43.9%	44.5%	45.0%
管理费用	-114	-104	-103	-134	-153	-198
%销售收入	6.9%	4.6%	4.3%	3.6%	3.0%	3.1%
研发费用	0	-46	-44	-53	-56	-70
%销售收入	0.0%	2.0%	1.8%	1.4%	1.1%	1.1%
息税前利润（EBIT）	175	148	33	173	300	418
%销售收入	10.6%	6.6%	1.4%	4.6%	5.9%	6.5%
财务费用	-4	-6	-14	-12	-30	-48
%销售收入	0.3%	0.3%	0.6%	0.3%	0.6%	0.8%
资产减值损失	-10	-12	-22	-18	-18	-22
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0
投资收益	1	20	14	20	20	20
%税前利润	0.6%	12.6%	62.5%	12.3%	7.4%	5.4%
营业利润	162	158	19	163	271	368
营业利润率	9.9%	7.0%	0.8%	4.4%	5.3%	5.8%
营业外收支	28	4	4	0	0	0
税前利润	190	162	23	163	271	368
利润率	11.6%	7.2%	0.9%	4.4%	5.3%	5.8%
所得税	-32	-34	3	-22	-37	-55
所得税率	16.9%	21.2%	-11.4%	13.5%	13.5%	15.0%
净利润	158	128	25	141	234	312
少数股东损益	0	-3	-2	0	0	0
归属于母公司的净利润	**158**	**131**	**27**	**141**	**234**	**312**
净利率	9.6%	5.8%	1.1%	3.8%	4.6%	4.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	158	128	25	141	234	312
少数股东损益	0	-3	-2	0	0	0
非现金支出	22	28	40	32	36	44
非经营收益	1	-12	-20	27	25	43
营运资金变动	-8	-180	-255	-160	-245	-204
经营活动现金净流	**173**	**-35**	**-211**	**41**	**51**	**196**
资本开支	-70	-101	-19	-204	-242	-252
投资	0	0	-129	0	0	0
其他	3	-412	309	20	20	20
投资活动现金净流	**-66**	**-513**	**162**	**-184**	**-222**	**-232**
股权募资	0	797	22	228	0	0
债权募资	-3	17	106	343	324	220
其他	-30	-63	-251	-79	-139	-188
筹资活动现金净流	**-33**	**751**	**-123**	**491**	**185**	**32**
现金净流量	**74**	**203**	**-172**	**349**	**14**	**-5**

资产负债表（人民币百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	262	463	362	710	725	720
应收款项	101	124	136	238	327	408
存货	277	566	738	872	1,163	1,396
其他流动资产	79	534	254	197	215	230
流动资产	718	1,687	1,490	2,017	2,429	2,754
%总资产	83.8%	88.7%	80.8%	79.6%	76.6%	73.9%
长期投资	0	0	129	129	129	129
固定资产	105	115	112	298	520	748
%总资产	12.2%	6.0%	6.1%	11.8%	16.4%	20.1%
无形资产	18	22	87	90	93	95
非流动资产	139	216	353	518	742	972
%总资产	16.2%	11.3%	19.2%	20.4%	23.4%	26.1%
资产总计	**857**	**1,903**	**1,843**	**2,535**	**3,171**	**3,726**
短期借款	24	46	156	498	820	1,038
应付款项	181	378	397	439	593	722
其他流动负债	67	48	48	43	61	79
流动负债	272	471	602	981	1,474	1,839
长期贷款	33	29	24	24	24	24
其他长期负债	12	8	2	2	4	6
负债	**317**	**507**	**627**	**1,007**	**1,502**	**1,869**
普通股股东权益	**540**	**1,400**	**1,218**	**1,531**	**1,672**	**1,859**
其中：股本	120	272	411	411	411	411
未分配利润	293	353	377	462	602	790
少数股东权益	1	-4	-2	-2	-2	-2
负债股东权益合计	**857**	**1,903**	**1,843**	**2,535**	**3,171**	**3,726**

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.321	0.481	0.066	0.343	0.570	0.760
每股净资产	4.499	5.146	2.963	3.724	4.066	4.522
每股经营现金净流	1.445	-0.130	-0.512	0.100	0.124	0.476
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.137	0.228	0.304
回报率						
净资产收益率	29.36%	9.34%	2.23%	9.20%	14.03%	16.81%
总资产收益率	18.48%	6.87%	1.48%	5.56%	7.39%	8.39%
投入资本收益率	24.40%	7.92%	2.61%	7.28%	10.29%	12.14%
增长率						
主营业务收入增长率	40.61%	36.38%	7.43%	54.11%	37.51%	24.91%
EBIT增长率	100.95%	-15.76%	-77.86%	428.37%	73.41%	39.49%
净利润增长率	114.85%	-17.53%	-79.17%	417.55%	66.43%	33.25%
总资产增长率	23.48%	121.94%	-3.17%	37.56%	25.08%	17.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	17.3	15.9	16.5	16.0	16.0	16.0
存货周转天数	138.3	141.7	201.6	190.0	190.0	190.0
应付账款周转天数	76.1	79.2	83.8	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	23.2	18.6	16.4	12.0	10.3	9.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.01%	-27.89%	-26.10%	-21.06%	-0.73%	11.44%
EBIT利息保障倍数	39.3	23.0	2.3	14.4	9.9	8.7
资产负债率	36.95%	26.64%	34.02%	39.71%	47.36%	50.17%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	2	9	17	27	56
增持	2	4	10	13	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.50**	**1.31**	**1.37**	**1.33**	**1.00**

来源：聚源数据

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

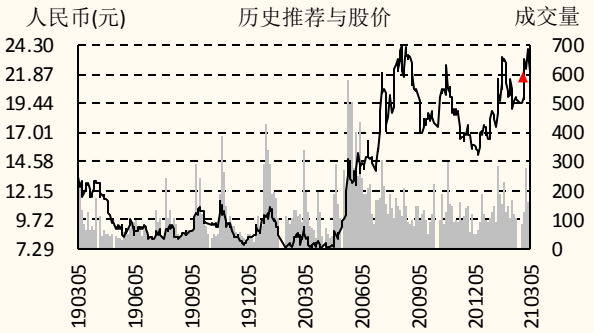
来源：国金证券研究所

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



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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 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