

御家汇 (300740)

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市场预期

公司公告：1) 21 年限制性股票激励计划草案出台，首次授予对象不超 500 人，考核目标为以 20 年净利润为基数，21-23 年净利润增长率不低于 80%、180%、330%，对应 21-23 年净利润 2.5 亿、3.9 亿、6.1 亿；2) 拟更名为水羊集团股份有限公司，同时变更证券简称为水羊股份。

激励计划增速高，范围广，董事长授予 6 个月内不得减持。此次激励计划将授予以公司董事、高管为主要对象的 500 人，其中董事长与御泥坊负责人黄晨泽先生均在授予名单内，激励计划事实上要求董事及高管在股权授予六个月内不得减持，也体现了董事长和管理层对于公司长期的决心和信心。同时激励 103 万股给御泥坊负责人，也标志着核心业务负责人对于业绩考核的信心，未来三年公司业绩有望持续快速增长！

更名水羊股份凸显多业务战略，自有品牌+代运营共同成长。公司目前已形成以“御泥坊”等自有品牌为核心，自有品牌+代运营双业务驱动的增长模式。自有品牌方面，公司旗下拥有“御泥坊”、“小迷糊”、“大水滴”等多个品牌，产品品类覆盖广；代运营方面，公司于 2018 年推出“水羊国际”平台，已为 ALBION、EVIDENS、KIKO 等国际一流品牌提供运营服务，未来有望承接更多品牌，随着品牌运营能力提升，期待未来代运营业务持续放量和反向赋能主品牌带来的利润率的提升。公司此次更名，是为了彰显公司国际化、时尚化、年轻化的企业形象，凸显公司“多品牌、多品类、全渠道”的发展战略。

2021 年以来，御泥坊主品牌 yoy+123.1%，线上势头强劲。主品牌御泥坊产品结构不断优化，公司持续深耕面膜领域，升级换代和推新同步推进，一方面提升原有产品品牌力，另一方面推出新品拉升单价、丰富产品矩阵。同时，毛利率较高的非面膜类产品占比持续上升，未来有望受益于水乳膏霜等市场空间的打开。

线上把握新兴电商红利，线下加强渠道建设。线上公司积极拥抱新兴渠道，加强与抖音、小红书、哔哩哔哩等平台合作，保持超头合作水平维持曝光，尝试短视频等新兴营销方式；线下渠道建设稳步推进。21 年公司预计将继续推进全渠道建设，助力销售额增长。

此次公司改名加股权激励标志着公司将继续不断优化产品结构，积极培育代运营平台，多条业务线齐头并进，持续推进“多品牌，多渠道，多品类”的战略规划，提升整体盈利水平，我们将公司预期归母净利润由 21-22 年 2.4 亿/3.2 亿上调至 21-23 年 2.5 亿/3.9/6.1 亿，对应 PE 36/23/15 倍，化妆品甚至消费品领域高增长标的，维持“买入”评级！

风险提示：行业竞争激烈；新品不达预期；代理品牌增速放缓；变更公司名称和证券简称存在时间及是否批准的不确定性

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,245.34	2,412.12	3,717.32	5,199.79	7,076.91
增长率(%)	36.38	7.43	54.11	39.88	36.10
EBITDA(百万元)	212.75	124.59	180.33	313.47	479.03
净利润(百万元)	130.72	27.22	140.54	254.07	393.38
增长率(%)	(17.53)	(79.17)	416.25	80.78	54.83
EPS(元/股)	0.32	0.07	0.34	0.62	0.96
市盈率(P/E)	70.44	338.24	65.68	36.24	23.41
市净率(P/B)	6.58	7.56	5.92	5.11	4.24
市销率(P/S)	4.10	3.82	2.48	1.77	1.30
EV/EBITDA	20.86	27.41	47.57	27.71	16.95

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	22.4 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)	377.24
A 股总市值(百万元)	9,207.75
流通 A 股市值(百万元)	8,450.19
每股净资产(元)	3.14
资产负债率(%)	41.04
一年内最高/最低(元)	26.00/7.07

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

- 1 《御家汇-公司点评:主营优化代理放量，营收净利双双超预期》 2021-03-04
- 2 《御家汇-半年报点评:Q2 业绩+462%/营收+53%yoy 延续三季度高增，御风归来趋势性改善明确》 2020-08-11
- 3 《御家汇-首次覆盖报告:御风归来拐点已至，自有品牌孵化+代运营双翼齐飞》 2020-06-01

1. 公司公告：激励草案出台，更名计划落地

公司公告：1) 21 年限制性股票激励计划草案出台，首次授予对象不超 500 人，考核目标为以 20 年净利润为基数，21-23 年净利润增长率不低于 80%、180%、330%，对应 21-23 年净利润 2.5 亿、3.9 亿、6.1 亿；2) 拟更名为水羊集团股份有限公司，同时变更证券简称为水羊股份。

2. 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市场预期

激励计划增速高，范围广，董事长授予 6 个月内不得减持。此次激励计划将授予以公司董事、高管为主要对象的 500 人，其中董事长与御泥坊负责人黄晨泽先生均在授予名单内，激励计划事实上要求董事及高管在股权授予六个月内不得减持，也体现了董事长和管理层对于公司长期的决心和信心。同时激励 103 万股给御泥坊负责人，也标志着核心业务负责人对于业绩考核的信心，未来三年公司业绩有望持续快速增长！

表 1：股权激励目标利润表

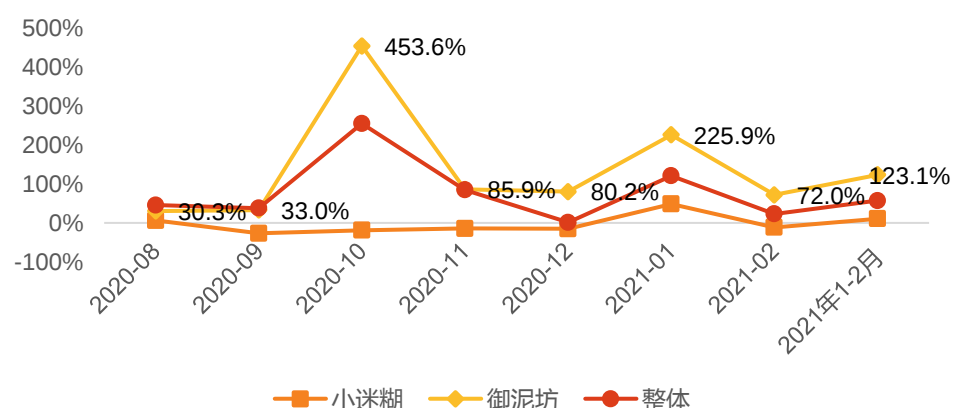
	2020	2021	2022	2023
目标增长率（基于 2020 年）		80%	180%	330%
净利润	1.41	2.54	3.95	6.06
同比增速		80.0%	55.6%	53.6%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

更名水羊股份凸显多业务战略，自有品牌+代运营共同成长。公司目前已形成以“御泥坊”等自有品牌为核心，自有品牌+代运营双业务驱动的增长模式。自有品牌方面，公司旗下拥有“御泥坊”、“小迷糊”、“大水滴”等多个品牌，产品品类覆盖广；代运营方面，公司于 2018 年推出“水羊国际”平台，已为 ALBION、EVIDENS、KIKO 等国际一流品牌提供运营服务，未来有望承接更多品牌，随着品牌运营能力提升，期待未来代运营业务持续放量和反向赋能主品牌带来的利润率的提升。公司此次更名，是为了彰显公司国际化、时尚化、年轻化的企业形象，凸显公司“多品牌、多品类、全渠道”的发展战略。

2021 年以来，御泥坊主品牌 yoy+123.1%，线上势头强劲。主品牌御泥坊产品结构不断优化，公司持续深耕面膜领域，升级换代和推新同步推进，一方面提升原有产品品牌力，另一方面推出新品拉升单价、丰富产品矩阵。同时，毛利率较高的非面膜类产品占比持续上升，未来有望受益于水乳膏霜等市场空间的打开。

图 1：御泥坊 2021 年至今线上销售额实现高增



资料来源：淘宝网，天风证券研究所

线上把握新兴电商红利，线下加强渠道建设。线上公司积极拥抱新兴渠道，加强与抖音、小红书、哔哩哔哩等平台合作，保持超头合作水平维持曝光，尝试短视频等新兴营销方式；线下渠道建设稳步推进。21 年公司预计将继续推进全渠道建设，助力销售额增长。

3. 投资建议

此次公司改名加股权激励标志着公司将继续不断优化产品结构，积极培育代运营平台，多条业务线齐头并进，持续推进“多品牌，多渠道，多品类”的战略规划，提升整体盈利水平，我们将公司预期归母净利润由 21-22 年 2.4 亿/3.2 亿上调至 21-23 年 2.5 亿/3.9/6.1 亿，对应 PE 36/23/15 倍，化妆品甚至消费品领域高增长标的，维持“买入”评级！

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	463.40	361.84	599.24	441.37	983.79
应收票据及应收账款	100.23	117.76	219.05	87.73	151.08
预付账款	52.94	74.38	97.84	121.07	174.84
存货	566.10	737.95	821.86	1,240.57	1,363.67
其他	504.69	197.99	215.28	283.84	214.27
流动资产合计	1,687.36	1,489.92	1,953.27	2,174.58	2,887.65
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	114.57	108.13	126.73	164.71	201.33
在建工程	0.00	4.02	38.41	71.05	72.63
无形资产	8.29	73.76	71.69	69.63	67.56
其他	92.92	167.06	89.88	105.59	114.23
非流动资产合计	215.78	352.96	326.71	410.98	455.75
资产总计	1,903.14	1,842.89	2,279.98	2,585.56	3,343.40
短期借款	41.18	151.86	20.00	20.00	20.00
应付票据及应付账款	335.75	322.73	510.01	581.81	899.08
其他	94.06	126.95	171.00	175.53	265.73
流动负债合计	470.98	601.54	701.01	777.33	1,184.81
长期借款	28.56	23.98	20.00	20.00	20.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	7.51	1.50	7.10	5.37	4.66
非流动负债合计	36.07	25.48	27.10	25.37	24.66
负债合计	507.05	627.02	728.11	802.71	1,209.47
少数股东权益	(3.56)	(2.40)	(6.93)	(17.58)	(36.34)
股本	272.00	411.12	412.09	411.06	411.06
资本公积	753.54	629.85	629.85	629.85	629.85
留存收益	1,121.55	1,025.08	1,146.70	1,389.37	1,759.22
其他	(747.45)	(847.78)	(629.85)	(629.85)	(629.85)
股东权益合计	1,396.09	1,215.87	1,551.86	1,782.85	2,133.94
负债和股东权益总计	1,903.14	1,842.89	2,279.98	2,585.56	3,343.40

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	127.55	25.37	140.54	254.07	393.38
折旧摊销	16.27	19.07	9.08	11.44	13.87
财务费用	2.88	7.93	3.13	(0.36)	(1.22)
投资损失	(20.39)	(14.24)	(5.00)	(8.00)	(8.00)
营运资金变动	(686.36)	156.73	(47.46)	(320.38)	227.44
其它	524.63	(403.96)	(4.53)	(10.65)	(18.76)
经营活动现金流	(35.42)	(209.09)	95.75	(73.88)	606.71
资本支出	27.75	81.33	54.40	81.73	50.71
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(540.83)	80.29	26.47	(153.73)	(92.71)
投资活动现金流	(513.07)	161.62	80.87	(72.00)	(42.00)
债权融资	74.08	180.42	44.35	44.43	44.45
股权融资	786.59	(222.52)	215.77	(0.67)	1.22
其他	(114.57)	(83.19)	(199.33)	(55.75)	(67.96)
筹资活动现金流	746.10	(125.29)	60.78	(11.99)	(22.29)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	197.60	(172.76)	237.40	(157.87)	542.42

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,245.34	2,412.12	3,717.32	5,199.79	7,076.91
营业成本	1,085.18	1,180.69	1,773.16	2,241.11	2,933.38
营业税金及附加	15.50	11.32	17.45	24.40	33.21
营业费用	847.40	1,040.79	1,539.13	2,281.67	3,138.61
管理费用	103.63	102.74	148.69	249.59	353.85
研发费用	45.94	43.89	67.64	104.00	155.69
财务费用	6.42	13.92	3.13	(0.36)	(1.22)
资产减值损失	12.16	(20.64)	5.00	5.00	5.00
公允价值变动收益	0.00	0.87	0.00	0.00	0.00
投资净收益	20.39	14.24	5.00	8.00	8.00
其他	(49.31)	5.60	(10.00)	(16.00)	(16.00)
营业利润	158.04	18.71	168.12	302.38	466.38
营业外收入	4.18	4.17	2.00	2.00	2.00
营业外支出	0.42	0.11	0.11	0.11	0.11
利润总额	161.79	22.77	170.01	304.27	468.27
所得税	34.24	(2.60)	34.00	60.85	93.65
净利润	127.55	25.37	136.01	243.42	374.62
少数股东损益	(3.16)	(1.86)	(4.53)	(10.65)	(18.76)
归属于母公司净利润	130.72	27.22	140.54	254.07	393.38
每股收益（元）	0.32	0.07	0.34	0.62	0.96

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	36.38%	7.43%	54.11%	39.88%	36.10%
营业利润	-2.66%	-88.16%	798.58%	79.86%	54.24%
归属于母公司净利润	-17.53%	-79.17%	416.25%	80.78%	54.83%
获利能力					
毛利率	51.67%	51.05%	52.30%	56.90%	58.55%
净利率	5.82%	1.13%	3.78%	4.89%	5.56%
ROE	9.34%	2.23%	9.02%	14.11%	18.13%
ROIC	42.27%	3.98%	18.73%	26.64%	29.07%
偿债能力					
资产负债率	26.64%	34.02%	31.94%	31.05%	36.17%
净负债率	-27.89%	-14.92%	-35.76%	-22.26%	-44.02%
流动比率	3.58	2.48	2.79	2.80	2.44
速动比率	2.38	1.25	1.61	1.20	1.29
营运能力					
应收账款周转率	23.01	22.13	22.07	33.90	59.27
存货周转率	5.33	3.70	4.77	5.04	5.43
总资产周转率	1.63	1.29	1.80	2.14	2.39
每股指标（元）					
每股收益	0.32	0.07	0.34	0.62	0.96
每股经营现金流	-0.09	-0.51	0.23	-0.18	1.48
每股净资产	3.40	2.96	3.78	4.38	5.28
估值比率					
市盈率	70.44	338.24	65.68	36.24	23.41
市净率	6.58	7.56	5.92	5.11	4.24
EV/EBITDA	20.86	27.41	47.57	27.71	16.95
EV/EBIT	21.98	30.40	50.10	28.76	17.45

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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	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