

公司研究

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

要点

事件：公司发布限制性股票激励计划草案，拟以9.03元/股首次授予不超500人合计1000万股限制性股票、占公司总股本2.43%，分三年解锁、解锁条件为以2020年归母净利润为基数、2021~2023年增速分别不低于80%、180%、330%，目标增速较高；激励计划覆盖自董事长等高管8人至其他492名员工、覆盖范围广，其中董事长获授予150万股、董事黄晨泽（新锐品牌运营负责人）获授予102.86万股。公司预计本次激励计划带来的摊销成本2021~2024年分别为5500万元、4183万元、1557万元、258万元。

同日公司公告拟变更公司名称为水羊集团股份有限公司、证券简称变更为水羊股份。

另外，公司2月底发布2020年业绩快报，实现营业收入37.17亿元、同比增长54.11%；营业利润1.63亿元、同比增长769.99%；归母净利润1.41亿元、同比增长417.58%，业绩好于预期。20Q4电商旺季中公司收入增速环比二三季度的50%+提升至65%，全年归母净利率自19年的1.13%修复至3.79%。公司收入高增长来自于自有品牌及代理业务增长较快；净利率明显提升系调整产品结构和品牌布局、毛利率水平提升及市场投放效率进一步提升所致。

点评：1) 公司明确‘多品牌、多品类、全渠道’战略，2020年前期变革显效、自有品牌销售和盈利好转、代理业务发力，未来存在多增长点。举例而言，主品牌御泥坊天猫旗舰店20年GMV不到10亿、对标其他国产品牌薇诺娜、HFP、自然堂的天猫旗舰店成交额接近20亿、国际品牌Olay20亿+仍有成长空间，另有多个自有/代理品牌成长潜力足；品类方面，面膜以外的水乳膏霜占比近一步提升；渠道方面目前以线上为主、20H1占87.53%，未来推进全渠道建设、线上线下一同拓展。

2) 跟踪主要品牌运营继续向好，根据第三方抓取的淘宝、天猫公开数据，公司主品牌御泥坊天猫旗舰店2019年成交金额同比为下滑，2020年明显改善、GMV同比增速回升且大幅提升至近90%；2021年1~2月继续保持同比100%左右的高速增长。

盈利预测、估值与评级：未来我们继续看好公司自有品牌和代理业务双驱动，多品牌、多品类、全渠道战略推进多点发力，盈利能力进一步提升，促业绩持续良性增长。上调21~22年EPS为0.61、0.88元，21年PE37倍，维持‘买入’评级。

风险提示：疫情影响超预期；新品推广销售不及预期、或者流量成本上升，影响公司盈利能力；国际品牌竞争加剧；渠道调整不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,245	2,412	3,717	4,760	5,855
营业收入增长率	36.38%	7.43%	54.08%	28.06%	23.02%
净利润(百万元)	131	27	141	251	363
净利润增长率	-17.53%	-79.17%	417.95%	78.26%	44.53%
EPS(元)	0.32	0.07	0.34	0.61	0.88
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.34%	2.23%	10.37%	15.61%	18.40%
P/E	70	338	65	37	25
P/B	4.4	7.6	6.8	5.7	4.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-03-05

买入（维持）

当前价：22.40元

作者

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001

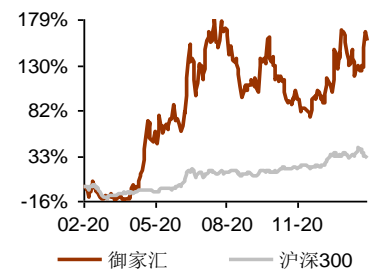
021-52523672

sunww@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	4.11
总市值(亿元):	92.08
一年最低/最高(元):	7.07/26.00
近3月换手率:	173.27%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	19.36	36.88	146.67
绝对	13.94	41.67	173.83

资料来源：Wind

相关研报

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）

收入增长超预期，盈利能力明显修复中——御家汇（300740.SZ）2020年中报点评（2020-08-12）
国际品牌代运营业务放量，期待业绩持续改善——御家汇（300740.SZ）2019年报及2020年一季度报点评（2020-04-29）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,245	2,412	3,717	4,760	5,855
营业成本	1,085	1,181	1,701	2,170	2,677
折旧和摊销	11	12	12	17	26
税金及附加	15	11	30	33	41
销售费用	847	1,041	1,597	1,928	2,313
管理费用	104	103	160	238	275
研发费用	46	44	56	71	88
财务费用	6	14	11	17	20
投资收益	20	14	5	5	5
营业利润	158	19	161	304	444
利润总额	162	23	176	314	454
所得税	34	-3	35	63	91
净利润	128	25	141	251	363
少数股东损益	-3	-2	0	0	0
归属母公司净利润	131	27	141	251	363
EPS(按最新股本计)	0.32	0.07	0.34	0.61	0.88

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-35	-209	89	197	315
净利润	131	27	141	251	363
折旧摊销	11	12	12	17	26
净营运资金增加	680	-226	272	236	253
其他	-857	-22	-336	-308	-328
投资活动产生现金流	-513	162	-100	-300	-300
净资本支出	-101	-19	-105	-305	-305
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-412	181	5	5	5
融资活动现金流	746	-125	207	260	150
股本变化	152	139	0	0	0
债务净变化	17	106	218	277	170
无息负债变化	173	14	43	146	179
净现金流	203	-171	196	156	164

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	51.7%	51.1%	54.2%	54.4%	54.3%
EBITDA 率	7.2%	3.3%	5.7%	7.7%	8.9%
EBIT 率	6.4%	2.5%	5.4%	7.3%	8.5%
税前净利润率	7.2%	0.9%	4.7%	6.6%	7.8%
归母净利润率	5.8%	1.1%	3.8%	5.3%	6.2%
ROA	6.7%	1.4%	6.3%	8.6%	10.0%
ROE (摊薄)	9.3%	2.2%	10.4%	15.6%	18.4%
经营性 ROIC	8.5%	6.0%	10.7%	13.8%	15.5%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	27%	34%	40%	45%	46%
流动比率	3.58	2.48	2.09	1.70	1.60
速动比率	2.38	1.25	1.19	0.98	0.92
归母权益/有息债务	18.89	6.75	3.41	2.39	2.33
有形资产/有息债务	25.24	9.60	5.36	4.15	4.15

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	1,903	1,843	2,246	2,920	3,633
货币资金	463	362	557	714	878
交易性金融资产	0	136	136	136	136
应收帐款	100	118	169	212	261
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	24	18	25	37	43
存货	566	738	780	925	1,110
其他流动资产	534	118	137	163	191
流动资产合计	1,687	1,490	1,805	2,187	2,619
其他权益工具	0	129	129	129	129
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	115	108	136	248	385
在建工程	0	4	56	199	307
无形资产	8	74	77	81	84
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	93	38	42	76	108
非流动资产合计	216	353	441	733	1,014
总负债	507	627	889	1,312	1,661
短期借款	41	152	370	647	817
应付账款	336	206	306	391	482
应付票据	0	116	56	95	156
预收账款	10	6	11	14	18
其他流动负债	84	121	120	140	163
流动负债合计	471	602	863	1,286	1,636
长期借款	29	24	24	24	24
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	2	2	2	2
非流动负债合计	36	25	25	25	25
股东权益	1,396	1,216	1,357	1,608	1,971
股本	272	411	411	411	411
公积金	768	648	662	687	724
未分配利润	353	377	504	730	1,057
归属母公司权益	1,400	1,218	1,359	1,611	1,974
少数股东权益	-4	-2	-2	-2	-2

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	37.74%	43.15%	42.96%	40.50%	39.50%
管理费用率	4.62%	4.26%	4.30%	5.00%	4.70%
财务费用率	0.29%	0.58%	0.30%	0.36%	0.35%
研发费用率	2.05%	1.82%	1.50%	1.50%	1.50%
所得税率	21%	-11%	20%	20%	20%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-0.13	-0.51	0.22	0.48	0.77
每股净资产	5.15	2.96	3.31	3.92	4.80
每股销售收入	8.25	5.87	9.04	11.58	14.24

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	70	338	65	37	25
PB	4.4	7.6	6.8	5.7	4.7
EV/EBITDA	38.8	126.7	44.7	26.6	19.0
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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------