

证券研究报告—动态报告/公司快评

商业贸易

零售

御家汇 (300740)

重大事件快评

增持

(维持评级)

2021年03月08日

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

证券分析师: 张峻豪 021-60933168 zhangjh@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517070001
联系人: 柳旭 13246725957 liuxu1@guosen.com.cn
证券分析师: 曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003

事项:

公司发布 2021 年限制性股权激励计划(草案), 拟向包括公司董事长戴跃锋在内的不超过 500 人授予限制性股票 1000 万股(占总股本的 2.43%), 其中首次授予 860 万股(占总股本的 2.09%), 授予价格为每股 9.03 元。此外, 公司公告表示, 拟更名为“水羊集团股份有限公司”, 证券简称同步更改为“水羊股份”。

国信零售观点: 整体来看, 公司本次股权激励方案激励对象范围较广, 有望对核心管理人员和核心技术(业务)骨干实现充分绑定; 同时, 方案的业绩考核目标超市场预期, 且节奏设置较为合理: 首次授予业绩考核目标以 20 年归母净利润为基础(20 年业绩快报为 1.41 亿元), 剔除股权激励费用影响后, 21-23 年归母净利润增速分别不低于 80%/180%/330%, 对应同比增速分别为 80%/56%/54%, 有助于公司的长期健康持久发展。此外, 公司改名为水羊集团, 反映公司打造自有品牌+代理品牌双业务驱动的发展模式, 凸显公司“多品牌、多品类、全渠道”的发展战略。

公司作为第一代淘品牌的开创者, 电商运营能力优异, 多年来与电商平台的合作奠定了代理业务快速发展的基础, 在店铺运营、营销策划、仓储物流等方面都具有较强的优势。中长期看, 公司自有品牌业务正通过产品升级以及结构优化迎来营收拐点; 代理业务方面, 公司在成为强生旗下品牌的线上代运营商基础上, 依靠大牌背书以及疫情加速品牌线上化的趋势, 海外品牌代理业务及品牌管理服务有望保持高速增长。考虑主品牌恢复超预期, 代理业务快速发展及营销投放优化, 同时结合公司业绩快报数据, 我们上调公司 20-22 年 EPS 至 0.34/0.53/0.87 元/股, 当前股价对应 PE 分别为 65/42/26 倍, 公司今明年具备较大的业绩弹性, 同时今年对应估值处于板块内中位, 维持“增持”评级。

评论:

■ 股权激励健全长效激励机制, 业绩目标超预期

➢ 业绩考核目标超市场预期, 节奏设置较为合理

公司此次股权激励拟向 500 人授予限制性股票 1000 万股(占总股本的 2.43%), 授予价格 9.03 元/股, 强调激励的定价原则与高业绩相匹配。从考核目标看, 首次授予 860 万股(占总股本的 2.09%), 业绩考核目标以 20 年归母净利润为基础, 剔除股权激励费用影响后, 21-23 年归母净利润增速分别不低于 80%/180%/330%。

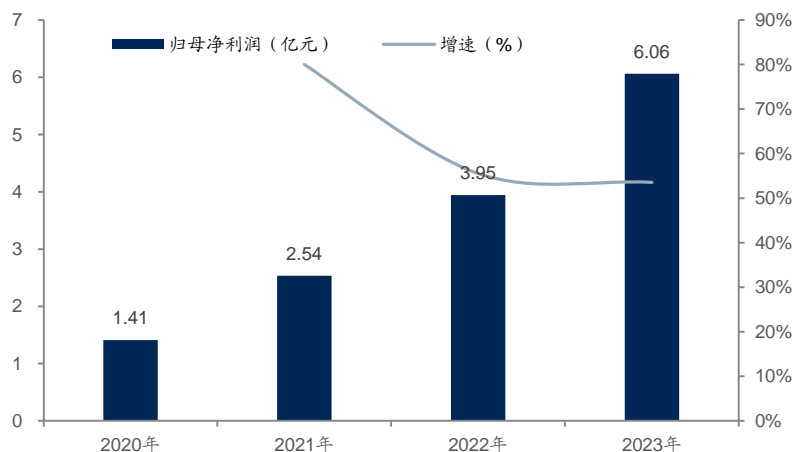
表 1: 公司 2021 年股权激励计划业绩考核目标

归属安排	业绩考核目标
第一个归属期	以 2020 年净利润为基数, 2021 年净利润增长率不低于 80%
第二个归属期	以 2020 年净利润为基数, 2022 年净利润增长率不低于 180%
第三个归属期	以 2020 年净利润为基数, 2023 年净利润增长率不低于 330%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理;以剔除股权激励费用影响后的数值作为计算依据

我们以公司 20 年业绩快报公布的 1.41 亿元归母净利润为基础，上述目标下 21-23 年归母净利润分别为 2.54 亿元/3.95 亿元/6.06 亿元，同比增速分别为+80%/+56%/+54%，整体目标超市场预期。从考虑股权激励费用角度看，预计首次授予股权激励总摊销费用约为 1.15 亿元，该费用将在分四年期进行摊销，21-24 年分别产生摊销费用 5499.95 万元/4182.79 万元/1557.38 万元/258.08 万元。

图 1：业绩快报基础上公司股权激励计划目标及同比增速（亿元、%）



资料来源:公司公告、业绩快报、国信证券经济研究所整理
 注: 20 年归母净利润为公司 20 年业绩快报数据 (未经会计师事务所审计)、剔除股权激励费用影响

重点激励核心管理及技术业务人员，新锐品牌负责人获授股份高

公司此次股权激励对象不超过 500 人，包括董事长戴跃锋在内的 8 位管理层，获授股权占比 26.77%，其中董事长获授股份 150 万股，占比 15%；还包括 492 人其他应当激励的人员，重点为核心技术（业务）人员，获授股权占比 59.23%，同时预留 140 万股。值得注意的是，公司 90 后董事黄晨泽获授 102.86 万股，数量上仅次于董事长，黄晨泽主要负责公司新锐品牌的整体运营，曾担任公司旗下“小迷糊”品牌总监。同时，黄晨泽的解锁比例分别为 40%/40%/20%，其他高管解锁比例分别为 33.33%/33.33%/33.33%，总体上体现公司股权激励对于年轻力量和核心业务人员的重视。

表 2：股权激励计划分配方案（万股、%）

序号	姓名	国籍	职务	获授数量（万股）	占授予总量的比例
1	戴跃锋	中国	董事长、总经理	150	15.00%
2	何广文	新加坡	董事、副总经理	0.45	0.05%
3	黄晨泽	中国	董事	102.86	10.29%
4	朱珊	中国	董事	3.78	0.38%
5	张虎儿	中国	董事	3.78	0.3780%
6	陈喆	中国	董事	0.45	0.05%
7	吴小瑾	中国	副总经理、董事会秘书	3.78	0.38%
8	晏德军	中国	副总经理、财务总监	2.646	0.26%
董事会认为应当激励的其他人员（492 人）				592.254	59.23%
预留部分				140	14.00%
合计				1000	100.00%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

拟更名水羊集团，打造自有品牌+代理品牌的双业务发展格局

公司拟将名称从“御家汇股份有限公司”更名为“水羊集团股份有限公司”，证券简称更改为“水羊股份”，核心原因在于公司逐步形成自有品牌+代理品牌双业务驱动模式，凸显公司“多品牌、多品类、全渠道”的发展战略。具体来看：1）一方面是目前公司名称“御家汇”与自有品牌“御泥坊”具有较高的相似性，市场容易对公司形成经营单一品类印象，而实际上御泥坊单一品牌的营收占比逐年下降；2）另外公司代理业务近两年实现快速发展：公司于 2018 年推出了独立开放平台“水羊国际”，为优秀国际品牌提供中国市场的全套解决方案，目前公司旗下拥有“水羊

生物”、“水羊智能制造基地”、“水羊科技”等多个业务板块，“水羊”已逐步成为公司的整体企业形象。

图 2：水羊国际 19 年与强生集团达成战略合作



资料来源:公司官网、国信证券经济研究所整理

■ **投资建议：盈利能力逐步向好，自有+代理品牌双发力，维持“增持”**

总体而言，此次股权激励对象范围较广，有望对核心管理人员和核心技术（业务）骨干实现充分绑定；同时方案的业绩考核目标超市场预期，且节奏设置较为合理，有助于公司的长期健康持久发展。

公司作为第一代淘品牌的开创者，电商运营能力优异，多年来与电商平台的合作奠定了代理业务快速发展的基础，在店铺运营、营销策划、仓储物流等方面都具有较强的优势。中长期看，公司自有品牌业务正通过产品升级以及结构优化迎来营收拐点；代理业务方面，公司在成为强生旗下品牌的线上代运营商基础上，依靠大牌背书以及疫情加速品牌线上化的趋势，海外品牌代理业务及品牌管理服务有望保持高速增长。考虑公司主品牌恢复超预期，代理业务快速发展及营销投放优化，同时结合公司业绩快报数据，我们上调公司 20-22 年 EPS 至 0.34/0.53/0.87 元/股，当前股价对应 PE 分别为 65/42/26 倍，公司今年具备较大的业绩弹性，同时今年对应估值处于板块内中位，维持“增持”评级。

■ **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

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	362	363	396	373	营业收入	2412	3717	5159	6360
应收款项	136	213	288	359	营业成本	1181	1756	2435	2989
存货净额	738	877	1338	1673	营业税金及附加	11	19	26	32
其他流动资产	118	186	258	318	销售费用	1041	1594	2187	2620
流动资产合计	1490	1684	2326	2769	管理费用	103	214	287	330
固定资产	112	117	122	126	财务费用	14	(3)	(1)	3
无形资产及其他	74	72	70	68	投资收益	14	10	10	10
投资性房地产	167	167	167	167	资产减值及公允价值变动	22	10	10	10
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(80)	0	0	0
资产总计	1843	2040	2685	3130	营业利润	19	157	245	405
短期借款及交易性金融负债	156	75	257	266	营业外净收支	4	5	5	5
应付款项	323	442	678	803	利润总额	23	162	250	410
其他流动负债	122	178	246	298	所得税费用	(3)	34	52	86
流动负债合计	602	695	1181	1367	少数股东损益	(2)	(13)	(20)	(33)
长期借款及应付债券	24	24	24	24	归属于母公司净利润	27	141	218	357
其他长期负债	2	3	4	5					
长期负债合计	25	26	27	28	现金流量表 (百万元)				
负债合计	627	722	1209	1395	净利润	27	141	218	357
少数股东权益	(2)	(13)	(29)	(56)	资产减值准备	10	2	1	1
股东权益	1218	1331	1505	1791	折旧摊销	12	16	17	18
负债和股东权益总计	1843	2040	2685	3130	公允价值变动损失	(22)	(10)	(10)	(10)
					财务费用	14	(3)	(1)	3
					营运资本变动	181	(106)	(303)	(287)
					其它	(11)	(12)	(17)	(28)
					经营活动现金流	198	31	(95)	51
					资本开支	(40)	(11)	(11)	(11)
					其它投资现金流	(136)	91	0	0
					投资活动现金流	(176)	80	(11)	(11)
					权益性融资	22	0	0	0
					负债净变化	(5)	0	0	0
					支付股利、利息	(6)	(28)	(44)	(71)
					其它融资现金流	(124)	(81)	182	9
					融资活动现金流	(123)	(109)	138	(62)
					现金净变动	(102)	1	33	(22)
					货币资金的期初余额	463	362	363	396
					货币资金的期末余额	362	363	396	373
					企业自由现金流	239	6	(120)	26
					权益自由现金流	110	(74)	62	32

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.07	0.34	0.53	0.87
每股红利	0.01	0.07	0.11	0.17
每股净资产	2.96	3.24	3.66	4.36
ROIC	6%	8%	12%	17%
ROE	2%	11%	14%	20%
毛利率	51%	53%	53%	53%
EBIT Margin	3%	4%	4%	6%
EBITDA Margin	4%	4%	5%	6%
收入增长	7%	54%	39%	23%
净利润增长率	-79%	418%	54%	64%
资产负债率	34%	35%	44%	43%
息率	0.1%	0.3%	0.5%	0.8%
P/E	338.3	65.3	42.3	25.8
P/B	7.6	6.9	6.1	5.1
EV/EBITDA	110.7	66.0	43.2	26.1

相关研究报告

《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

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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，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

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