

# 御家汇（300740）：更名标志迈向多业务发展时代，高股权激励目标彰显信心

2021年03月08日

推荐/维持

御家汇

公司报告

**事件：**公司发布公告拟变更公司名称和证券简称为“水羊股份”，并发布2021年限制性股票激励计划。

**明确多品牌发展战略，持续加码代运营业务，双轮驱动下有望实现长效发展。**公司通过自我孵化和外延并购构建品牌矩阵，自有品牌包括“御泥坊”、“小迷糊”、“大水滴”、“御 MEN”等，品牌拥有不同的目标客群和营销策略，近年来高速增长，单一品牌营收占比逐年降低。代理品牌方面，自2018年推出“水羊国际”后，各合作品牌逐步进入良性轨道，至2020年上半年共承接了包括大宝、李施德林、露得清、邦迪等在内的14个强生品牌，总服务品牌超20个。公司更名为“水羊股份”使其与“御泥坊”主品牌有所区分，同时体现了公司优化业务布局，将不断加码代运营业务的发展方向，加速形成自有品牌和代理品牌双业务驱动的增长模式。公司拥有强电商运营能力和自主品牌培育经验，在代运营赛道形成差异化竞争优势。与此同时，品牌代运营业务反过来为自有品牌的发展提供有益借鉴，双轮驱动下有望实现长效发展。

**发展战略更为清晰，公司迈向“多品牌、多品类、全渠道”多业务发展的新时代。**公司在优化业务布局，调整品类结构的同时，还持续在产业链上布局化妆品的研发、生产及组织数字化等领域，旗下拥有“水羊生物”、“水羊智能制造基地”、“水羊科技”等多个板块，“水羊”已逐步成为公司的整体形象。公司拥有卓越的品牌培育运营能力，叠加研发投入和生产能力建设，并建立全渠道销售模式，将为多品牌长期增长提供支撑。公司更名后发展战略更为明确，此次更为“水羊股份”，标志着公司从“面膜业务”正式迈向“多品牌、多品类、全渠道”多业务发展的新时代。

**股权激励激发活力，业绩目标有望实现。**公司制定3年期股权激励计划，涵盖公司董事、高级管理人员等492人，对应2021-2023年业绩分别为以2020年净利润为基数，净利润增长率不低于80%、180%和330%，业绩增速超市场预期。我们认为，公司管理团队经验丰富，但同时整体年轻化、低龄化，推出股权激励有望进一步健全公司长效激励机制，将核心人员与公司深度绑定，成为支撑公司长期发展的核心力量。

**盈利预测：**考虑公司业务定位更为清晰，且股权激励计划激发活力，调增公司20/21/22年归母净利润至1.41/2.61/4.04亿元，同比增速416%/86%/55%，EPS为0.34/0.63/0.98，对应PE为65.53/35.29/22.78，维持“推荐”评级。

**风险提示：**代运营业务发展不及预期，电商行业竞争加剧。

## 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,687.36	2,412.12	3,716.59	4,849.40	6,000.59
增长率(%)	36.38%	7.43%	54.08%	30.48%	23.74%
归母净利润(百万元)	130.72	27.22	140.51	260.89	404.22
增长率(%)	-17.53%	-79.17%	416.15%	85.68%	54.94%
净资产收益率(%)	9.34%	2.23%	9.39%	16.43%	23.40%
每股收益(元)	0.50	0.07	0.34	0.63	0.98
PE	37.16	265.43	65.53	35.29	22.78
PB	3.61	6.27	6.15	5.80	5.33

敬请参阅报告结尾处的免责声明

## 公司简介：

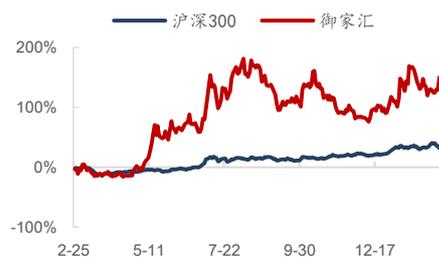
公司是一家依托互联网创立，并逐步发展起来，以自主品牌为核心的“互联网+美妆”企业。公司是中国A股首家IPO电商上市公司，是中国面膜行业标准《QB/T2872-2017》和《中国国家标准(卸妆油类)》的起草与制定单位之一，国际化妆品化学家协会学会联盟(IFSCC)全球首家面膜企业金牌会员。

资料来源：wind、东兴证券研究所

## 交易数据

52周股价区间(元)	24.3-7.29
总市值(亿元)	92.08
流通市值(亿元)	84.5
总股本/流通A股(万股)	41,106/37,724
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	5.94

## 52周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

## 分析师：赵莹

010-66555446

zhaoying\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480520070001

## 研究助理：魏宇萌

010-66555446

weiyum@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S14801200700031

---

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

---



附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产合计</b>	1687	1490	1864	2438	2903	<b>营业收入</b>	2245	2412	3717	4849	6001
货币资金	463	362	558	727	900	<b>营业成本</b>	1085	1181	1722	2177	2601
应收账款	100	118	174	232	284	营业税金及附加	15	11	22	28	35
其他应收款	21	18	28	36	45	营业费用	847	1041	1598	2061	2520
预付款项	53	74	74	94	106	管理费用	104	103	156	204	252
存货	566	738	987	1304	1525	财务费用	6	14	2	8	22
其他流动资产	481	44	44	44	44	研发费用	46	44	53	63	76
<b>非流动资产合计</b>	216	353	382	366	353	资产减值损失	12.16	-20.64	-4.24	-12.44	-8.34
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.87	0.00	0.00	0.00
固定资产	115	108	99	91	82	投资净收益	20.39	14.24	0.00	0.00	0.00
无形资产	8	74	72	71	69	加: 其他收益	8.98	7.40	7.40	7.40	7.40
其他非流动资产	68	0	0	0	0	<b>营业利润</b>	158	19	175	328	510
<b>资产总计</b>	1903	1843	2246	2803	3256	营业外收入	4.18	4.17	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	471	602	729	1197	1514	营业外支出	0.42	0.11	0.00	0.00	0.00
短期借款	41	152	21	409	553	<b>利润总额</b>	162	23	175	328	510
应付账款	336	206	411	447	578	所得税	34	-3	37	69	108
预收款项	10	6	6	6	6	<b>净利润</b>	128	25	138	258	402
一年内到期的非流动负债	4	5	5	5	5	少数股东损益	-3	-2	-3	-3	-3
<b>非流动负债合计</b>	36	25	25	25	25	归属母公司净利润	131	27	141	261	404
长期借款	29	24	24	24	24	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>负债合计</b>	507	627	754	1223	1539	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	-4	-2	-5	-7	-10	营业收入增长	36.38%	7.43%	54.08%	30.48%	23.74%
实收资本(或股本)	272	411	411	411	411	营业利润增长	-2.66%	-88.16%	835.57%	87.23%	55.47%
资本公积	754	630	630	630	630	归属于母公司净利润增长	-17.53%	-79.17%	416.15%	85.68%	54.94%
未分配利润	353	377	412	473	571	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	1400	1218	1497	1588	1727	毛利率(%)	51.67%	51.05%	53.67%	55.11%	56.65%
<b>负债和所有者权益</b>	1903	1843	2246	2803	3256	净利率(%)	5.68%	1.05%	3.71%	5.33%	6.69%
<b>现金流量表</b>						<b>单位: 百万元</b>					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产净利率(%)	6.87%	1.48%	6.26%	9.31%	12.41%
<b>经营活动现金流</b>	-35	-209	94	-41	319	ROE(%)	9.34%	2.23%	9.39%	16.43%	23.40%
净利润	128	25	138	258	402	<b>偿债能力</b>					
折旧摊销	6.59	-54.35	10.13	8.65	8.65	资产负债率(%)	27%	34%	34%	44%	47%
财务费用	6	14	2	8	22	流动比率	3.58	2.48	2.56	2.04	1.92
应收账款减少	0	0	-56	-58	-52	速动比率	2.38	1.25	1.20	0.95	0.91
预收帐款增加	0	0	0	0	0	<b>营运能力</b>					
<b>投资活动现金流</b>	-513	162	101	5	1	总资产周转率	1.63	1.29	1.82	1.92	1.98
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	应收账款周转率	23	22	26	24	23
长期投资减少	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.53	8.90	12.04	11.30	11.71
投资收益	20	14	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
<b>筹资活动现金流</b>	746	-125	1	206	-147	每股收益(最新摊薄)	0.50	0.07	0.34	0.63	0.98
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	0.73	-0.42	0.48	0.41	0.42
长期借款增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.15	2.96	3.64	3.86	4.20
普通股增加	152	139	0	0	0	<b>估值比率</b>					
资本公积增加	634	-124	0	0	0	P/E	37.16	265.43	63.37	35.29	22.78
<b>现金净增加额</b>	198	-173	196	170	173	P/B	3.61	6.27	5.95	5.80	5.33
						EV/EBITDA	25.67	63.46	44.79	25.77	16.40

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

## 1. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	[东兴商社]化妆品深度：国产香化如何打造百年企业？	2020-12-27
公司深度报告	[东兴商社]御家汇：业务拓展与品牌运营双轮驱动，互联网美妆龙头再起航	2021-01-27
公司普通报告	[东兴商社]御家汇：卓越品牌运营能力推动“自有+代理”业务齐飞	2021-02-25

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 赵莹

澳大利亚国立大学会计学硕士，曾任职于德勤华永会计师事务所。2018 年加入东兴证券研究所，从事商贸零售行业研究。

## 研究助理简介

---

### 魏宇萌

中国人民大学经济学学士，金融硕士。2020 年 7 月加入东兴证券研究所，主要负责免税、百货、超市、化妆品等研究方向。

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

---

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526