

御家汇 (300740)

证券研究报告
2020年06月01日

御风归来拐点已至，自有品牌孵化+代运营双翼齐飞

1. 财务拐点：营收连续两季度+30%yoy 拐点显现，低净利率高弹性

2019Q4/20Q1 营收同比增长 30.74%/34.03%，拐点趋势显现。2020Q1 归母净利率仅为 0.52%，有较大的弹性空间，由于前期在渠道和市场上的投入以及新品牌培育，公司期间费用率维持 40%以上，未来有较大的下降空间。

2. 经营拐点：自有品牌持续创新升级抢占心智，代运营后续放量可期

拐点 1-管理层：电商基因拥抱新营销，股权激励拐点显现

公司依托互联网发展红利，以淘品牌起家，成功打造“互联网第一面膜”御泥坊，管理层具备较强的电商基因。目前公司设有专业部门负责产品直播及短视频投放业务，注重输出内容打造品牌，建立了全链路的风口反应机制，已与多家直播机构以及多位网红建立深度合作关系。股权激励彰显管理层信心，20Q1 营收+34%yoy 拐点趋势显现。

拐点 2-自有品牌：持续创新升级抢占消费者心智，打造小红瓶系列爆品

御泥坊面膜线持续推新抢占消费者心智，产品线扩充&新营销发力，在扩充品类上包括面膜线创新、产品线扩充、IP 联名新营销。成功打造爆品小红瓶系列，2020 年以来销量持续上升。扩充产品线&代运营促使公司贴式面膜占比由 2015 年的 75.84%下降至 2019 年的 37.31%，御泥坊旗舰店面膜占比约 73%。

拐点 3-代运营放量：前期投入后续放量可期，赋能主品牌

水羊国际与强生强强联合，与强生旗下城野医生、OGX、暖呵、李施德林、强生婴儿等达成代运营合作，2017/2018 年城野医生在天猫全平台业绩增长 886%/117%。代运营前期进行渠道建设、市场与人力投入，以及组织架构调整，后续将持续放量，学习海外品牌经验，为自有品牌赋能

3. 估值：PS 远低于行业水平，边际改善空间较大

综合预计御家汇 2020-2022 年营业收入分别增长 30.61%/20.52%/17.88%，归母净利润增长 135.75%/59.50%/38.66%，PE 对应为 89/56/40，PS 对应为 1.82/1.51/1.28。公司 PS 远低于行业平均水平，归母净利率较低边际改善弹性较大，保守给予公司 2020 年 2.7 倍 PS，对应目标价 20.64 元，给予买入评级。

风险提示：疫情影响下消费恢复不及预期，自有品牌发展低于预期、销售费用持续高企、代运营品牌推广不及预期、部分代运营品牌流失

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	3,150.47	3,796.95	4,475.84
增长率(%)	36.38	7.43	30.61	20.52	17.88
EBITDA(百万元)	212.75	124.59	84.71	127.86	176.28
净利润(百万元)	130.72	27.22	64.18	102.36	141.94
增长率(%)	(17.53)	(79.17)	135.75	59.50	38.66
EPS(元/股)	0.32	0.07	0.16	0.25	0.34
市盈率(P/E)	43.88	210.72	89.38	56.04	40.41
市净率(P/B)	4.10	4.71	3.84	3.61	3.33
市销率(P/S)	2.55	2.38	1.82	1.51	1.28
EV/EBITDA	20.86	27.41	59.03	41.61	27.23

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 (首次评级)
当前价格	13.92 元
目标价格	20.64 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	412.09
流通 A 股股本(百万股)	221.74
A 股总市值(百万元)	5,736.25
流通 A 股市值(百万元)	3,086.56
每股净资产(元)	2.98
资产负债率(%)	34.51
一年内最高/最低(元)	14.76/6.95

作者

刘章明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001	
liuzhangming@tfzq.com	
方心诣	联系人
fangxinyi@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《御家汇-公司点评:中报业绩同比增长 10%~40%，围绕既定战略稳步布局》 2018-07-10
- 《御家汇-公司点评:发布“水羊国际”平台，对外输送优质管理运营能力》 2018-06-28
- 《御家汇-季报点评:18Q1 收入+42% 引领产业，现金流激增，高成长美妆电商龙头已现!》 2018-04-25

内容目录

1. 依托互联网借风成长，蓄势待发再启航	4
2. 财务拐点：营收连续两季度+30%yoy 拐点显现，低净利率高弹性	5
3. 经营拐点：自有品牌持续创新升级抢占心智，代运营后续放量可期	9
3.1. 拐点 1-管理层：电商基因拥抱新营销，股权激励拐点显现	9
3.2. 拐点 2-自有品牌：持续创新升级抢占消费者心智，打造小红瓶系列爆品	10
3.3. 拐点 3-代运营放量：前期投入后续放量可期，赋能主品牌	12
4. 估值：PS 远低于行业水平，边际改善空间较大	13

图表目录

图 1：御家汇自设立以来三个发展阶段	4
图 2：公司自有品牌矩阵不断丰富协同发展	4
图 3：公司代理跨境品牌覆盖美妆护肤全品类	4
图 4：2015-2020Q1 御家汇营业收入	5
图 5：2018Q1-2020Q1 分季度营收	5
图 6：2016-2020Q1 同行业可比公司营收增速	6
图 7：2015-2019 御家汇主营业务分渠道	6
图 8：2015-2019 御家汇主营业务分品类	6
图 9：2015-2020Q1 御家汇综合毛利率	7
图 10：2015-2020Q1 御家汇分产品毛利率	7
图 11：2015-2020Q1 御家汇归母净利润	7
图 12：2015-2020Q1 御家汇归母净利率	7
图 13：2015-2020Q1 御家汇期间费用	8
图 14：2015-2020Q1 御家汇各项期间费用率	8
图 15：2015-2020Q1 同行业可比公司销售费用率	8
图 16：2015-2020Q1 御家汇经营/投资活动产生的现金流量净额	9
图 17：2015-2020Q1 御家汇存货（亿元）	9
图 18：御泥坊最近打造新品情况	10
图 19：御泥坊小红瓶#白赚 42.2 万#话题量过亿	11
图 20：小红瓶美白系列上线以来销售额（万元）	11
图 21：2015-2019 御家汇主营业务分品类	11
图 22：御泥坊天猫旗舰店分品类销售额占比	11
图 23：水羊国际与强生战略合作品牌	12
图 24：水羊国际代运营前期在五大方面的先期投入	13
图 25：2015-2019 御家汇销售人员及职工薪酬逐年递增（人，百万元）	13

表 1: 御家汇渠道营收及布局情况	5
表 2: 2015-2020Q1 同行业可比公司毛利率	7
表 3: 2015-2020Q1 同行业可比公司净利率	8
表 4: 御家汇预留授予的股票期权激励方案	10
表 5: 御家汇预留授予的限制性股票激励方案	10
表 5: 化妆品公司 PE 与 PS 估值	13

1. 依托互联网借风成长，蓄势待发再启航

战略布局调整经历震荡期，蓄势待发今又再启航。公司设立于 2012 年，是一家以自有品牌为核心、依托电子商务进行销售的“互联网+护肤品”企业，抓住了淘品牌良好的成长风口期，受益于互联网用户的快速增长及网购消费习惯的逐步培育，凭借御泥坊打响了品牌知名度，自 2012 至 2015 年实现了快速成长。2015 年至 2020 年，公司加大在品类、渠道上的布局，自有品牌及代运营业务均向全品类拓展；和淘宝、京东、唯品会、云集、拼多多等主流电商平台深度合作的同时，也积极布局线下，公司为适应市场变化进行的战略布局调整，加大了市场投入和渠道建设力度，带来业绩短期的震荡调整。2020 至今，公司前期战略布局调整初显成效，Q1 实现营收逆势增长 34.03%，归母净利润同比增加 489.81%，公司经营拐点显现，进入蓄势重启阶段。

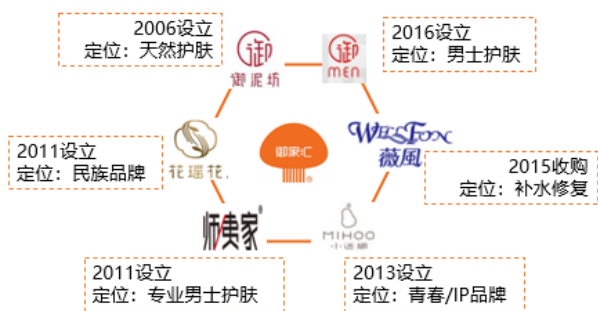
图 1：御家汇自设立以来三个发展阶段



资料来源：招股说明书，年报，季报，青眼公众号、天风证券研究所

公司自有品牌矩阵持续丰富协同发展，代运营业务覆盖美妆护肤全品类。公司旗下主品牌御泥坊，品牌知名度和渠道流量获取能力进一步增强。新锐品牌方面，御泥坊男士品牌全新升级为御 MEN，在 19 年双十一期间作为男士品类国货第一单品强势入选天猫 V 榜；小迷糊品牌增添了彩妆、局部护理等快时尚产品，IP 合作精准触达 00 后消费群体；薇风品牌主打熬夜肌护肤，通过类目拓展、推出新品促全年销售同比增长 84.36%，成为云集平台护肤类目头部品牌。公司还推出功效修护品牌 HPH，有效补充了公司在功效修护品类的空缺。公司在公司 16 年开始与丽得姿开展代运营业务，通过水羊国际平台为优秀的跨国品牌提供中国市场全套解决方案，18-19 年加大力度，目前代理的跨境品牌已覆盖从轻奢到平价的美妆护肤全品类，包括 KIKO、强生、城野医生等国际大牌，19 年终大促期间销售额增长约 900%。

图 2：公司自有品牌矩阵不断丰富协同发展



资料来源：公司官网，招股说明书，年报，天风证券研究所

图 3：公司代理跨境品牌覆盖美妆护肤全品类



资料来源：公司官网，天风证券研究所

电商基因助力线上业务，积极拥抱线下打造全渠道运营。公司作为最早一批入驻淘系等电商平台的美妆品牌，互联网运营经验丰富，线上渠道贡献绝大部分营业收入，第三方平台中淘系营收占比过半。19年公司顺应潮流发展，积极拥抱新媒体、新营销，通过社交媒体、淘宝直播、建立私域流量等渠道，加强了与抖音、小红书、哔哩哔哩等平台的合作。2019年，公司短视频投放次数超过1,200余条，合作网红达人超700人。同时，公司积极布局线下，产品在屈臣氏、沃尔玛、家乐福、万宁、各大城市化妆品专营店及公司直营店等上架销售，19年线下营收同比增107.18%，线下渠道占总营收比重也增2.20Pcts至4.56%，致力打造线上线下一体化的新零售业态。通过线上明星、网红达人的视频分享及线下门店形象展示，提升了公司品牌知名度，并加强与终端消费者的互动。

表 1: 御家汇渠道营收及布局情况

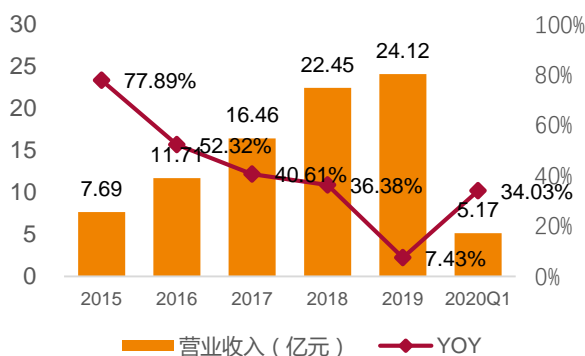
经销模式	19 营收占比	18 营收占比	19 金额同比	何时布局	具体平台
线上渠道	89.16%	96.37%	-0.61%	2007	淘系
自有平台 自营	1.83%	1.63%	20.74%	2015	御泥坊 APP
第三方平台 自营/经销/代销	87.33%	94.74%	-0.98%	2014	淘系/唯品/京东/聚美等
-淘系 自营/经销/代销	50.17%	43.25%	24.60%	2007	天猫/淘宝
-唯品会 代销	11.87%	18.16%	-29.79%	2013 以前	
线下渠道	4.56%	2.36%	107.18%	2014	直营店/屈臣氏/沃尔玛
品牌管理服务	6.28%	1.27%	433.26%	2018	
总销售额	100%	100%	7.43%		

资料来源：招股说明书，年报，天风证券研究所

2. 财务拐点：营收连续两季度+30%yoy 拐点显现，低净利率高弹性

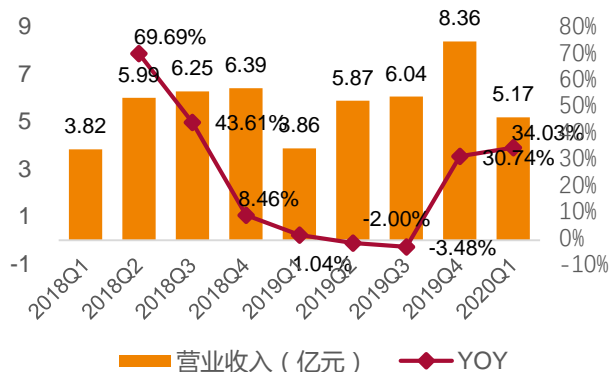
2019Q4/20Q1 营收同比增长 30.74%/34.03%，拐点趋势显现。公司 2015-2019 年分别实现营收 7.69/11.71/16.46/22.45/24.12 亿元，同比实现增长 77.89%/ 52.32%/ 40.61%/ 36.38%/7.43%，分季度看，2019Q1-2020Q1 实现营收 3.86/5.87/6.04/8.36/5.17 亿元，同比+1.04%/-2.00%/-3.48%/+30.74%/+34.03%。2019 年 Q1/Q2/Q3，受宏观经济下行，国产化妆品品牌受双向挤压以及销售渠道快速变化的影响，公司营收增速放缓但于 2019Q4 逐步恢复，使得 2019 年营收增速放缓至 7.43%。2019Q4/20Q1 营收同比增长 30.74%/34.03%，拐点趋势显现。

图 4: 2015-2020Q1 御家汇营业收入



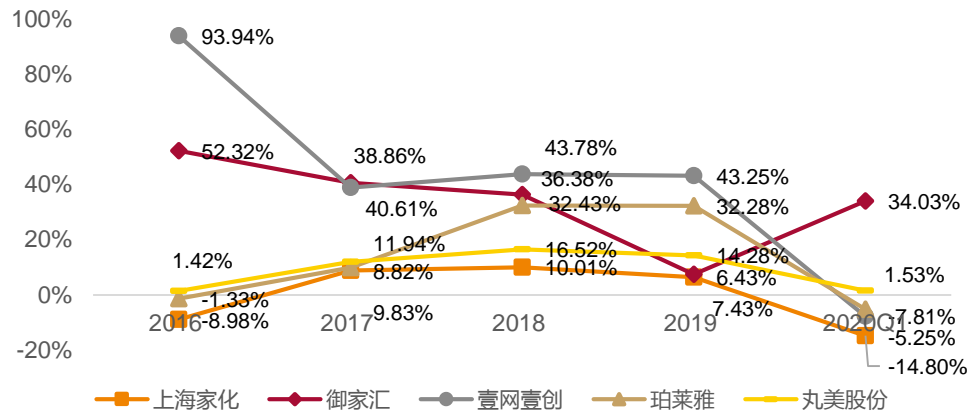
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5: 2018Q1-2020Q1 分季度营收



资料来源：公司公告，天风证券研究所

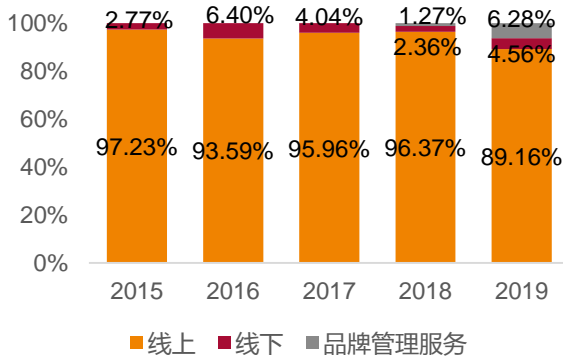
图 6：2016-2020Q1 同行业可比公司营收增速



资料来源：wind，天风证券研究所

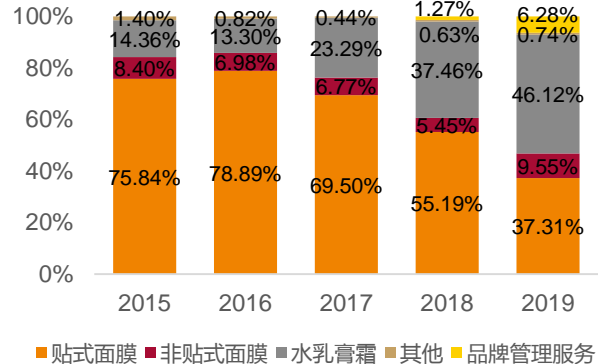
借助自身及第三方平台发展线上，贴片式面膜占比下滑，非贴片式面膜和水乳霜膏占比提升。2015-2017 年公司渠道划分为线上线，分别对应具体的直销、代销、经销模式，2018 年后将线上渠道划分为自有平台和第三方平台，其中 2018 年/2019 年自有平台占比 1.63%/1.83%，线上第三方平台占比 94.74%/87.33%，2019 线上增长主要来自淘系平台，同比增长 24.60%。公司以线上渠道为主，近年积极布局线下，促进线上线下融合。

图 7：2015-2019 御家汇主营业务分渠道



资料来源：公司公告，天风证券研究所

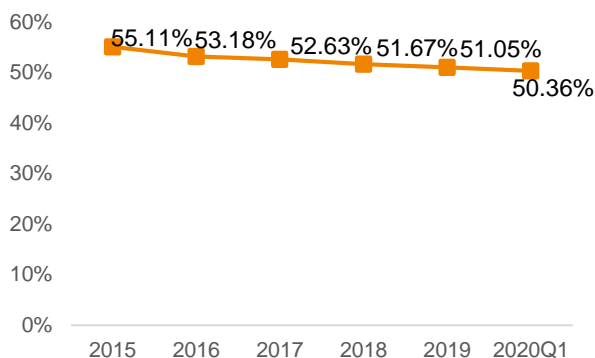
图 8：2015-2019 御家汇主营业务分品类



资料来源：公司公告，天风证券研究所

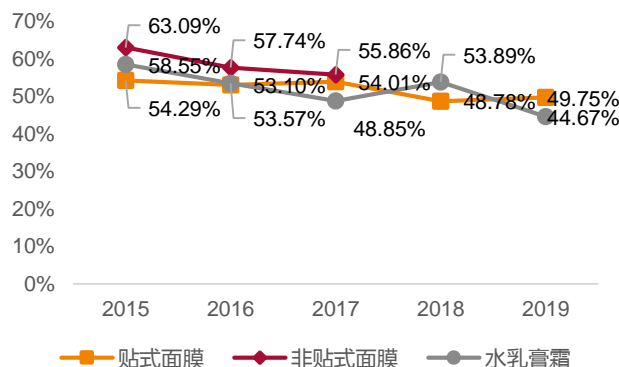
受品类结构影响，公司毛利率维持在 50%左右。公司 2015-2020Q1 毛利率分别为 55.11%/53.18%/52.63%/51.67%/51.05%/50.36%，整体较为稳定维持在 50%以上，表明其主营业务的盈利能力较强。2016 年，公司为提高市场占有率，较多参与了各大电商平台的促销推广活动，在提升营业收入的同时导致了毛利率略微下滑。分产品看，2017 年，贴片式面膜的毛利率因调整了销售策略、优化产品结构且单位成本下降而提升；2017 年水乳霜膏毛利率有所下降，系公司代理销售的“城野医生”品牌主要为水乳霜膏品类，其毛利率低于公司自有品牌。

图 9：2015-2020Q1 御家汇综合毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：2015-2020Q1 御家汇分产品毛利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

受销售细分品类以及业务模式影响，公司的综合毛利率低于大部分同行业可比公司水平。公司与同行业可比公司的销售细分品类不同，其以销售毛利率相比较低的贴式面膜为主，致使毛利较低。此外，公司以线上销售为主，较传统线下渠道有较低的渠道费用，因而产品定价较低，进而影响毛利率。

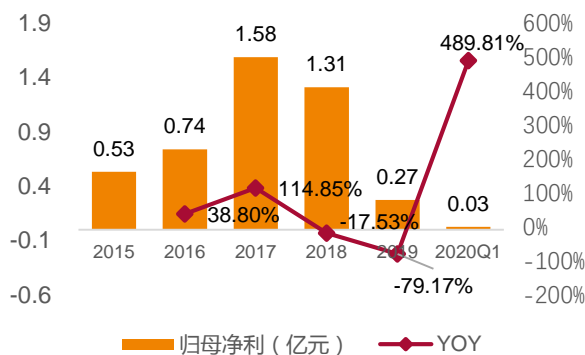
表 2：2015-2020Q1 同行业可比公司毛利率

	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1
上海家化	59.18%	61.26%	64.93%	62.79%	61.88%	61.33%
壹网壹创	35.94%	41.02%	46.84%	42.59%	43.04%	44.58%
珀莱雅	63.86%	61.96%	61.73%	64.03%	63.96%	59.90%
丸美股份	68.66%	67.67%	68.28%	68.34%	68.16%	65.51%
御家汇	55.11%	53.18%	52.63%	51.67%	51.05%	50.36%

资料来源：wind，天风证券研究所

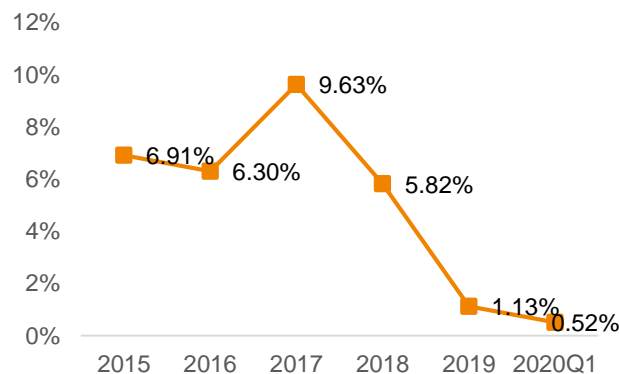
公司 2020Q1 归母净利逐步恢复同比实现高增，2020Q1 归母净利率仅为 0.52%，有较大的弹性空间。2015-2020Q1 的归母净利润依次为 0.53/0.74/1.58/1.31/0.27/0.03 亿元，2016-2020Q1 归母净利润同比+38.80%/ +114.85%/ -17.53%/ -79.17%/+489.81%。其中 2019 年归母净利下滑主要系公司为适应市场变化进行战略布局调整，加大了市场投入和渠道建设力度，且运营人员不断扩充导致人力成本增加，最终影响短期盈利能力。公司 2020Q1 逐步恢复实现增长，2020Q1 净利润同比增长 490%。2017 年以来，公司归母净利率从 9.63% 下降至 2020Q1 的 0.52%，远低于行业可比公司水平，改善弹性极大。

图 11：2015-2020Q1 御家汇归母净利润



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：2015-2020Q1 御家汇归母净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

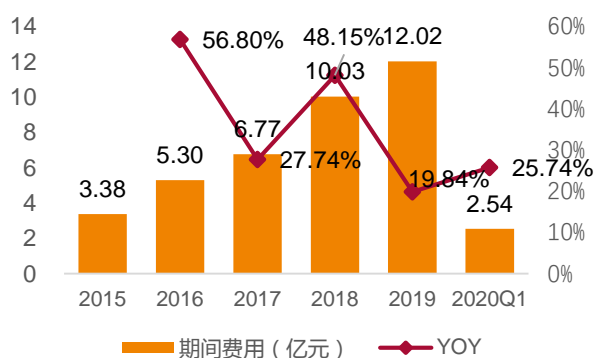
表 3：2015-2020Q1 同行业可比公司净利率

	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1
上海家化	37.80%	4.06%	6.01%	7.57%	7.33%	7.16%
壹网壹创	6.98%	9.35%	19.57%	16.06%	15.10%	22.12%
珀莱雅	8.74%	9.46%	11.26%	12.14%	11.73%	12.62%
丸美股份	23.63%	19.22%	23.07%	26.15%	28.48%	32.09%
御家汇	6.89%	6.20%	9.61%	5.68%	1.05%	0.33%

资料来源：wind，天风证券研究所

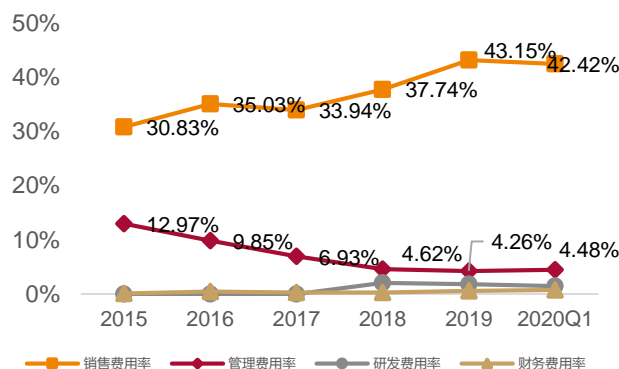
由于前期在渠道和市场上的投入以及新品牌培育，公司期间费用率维持 40% 以上，未来有较大下降空间。2015-2020Q1 期间费用总额保持增长，期间费用率依次为 43.92%/45.33%/41.14%/ 44.69%/49.80%/ 49.12%。其中销售费用率最高且波动上升，2019 年大幅上升系为应对经济下行和市场变化，公司加大在渠道和市场的投入以及新品牌培育所致，公司销售费用率处于行业较高水平，未来有较大的下降空间。20Q1 销售费用率为 42.42%，同比下降 1.43Pcts。公司管理费用率近年较为稳定，2017 年略有下降，主要系规模效应，管理效率提升所致。

图 13：2015-2020Q1 御家汇期间费用



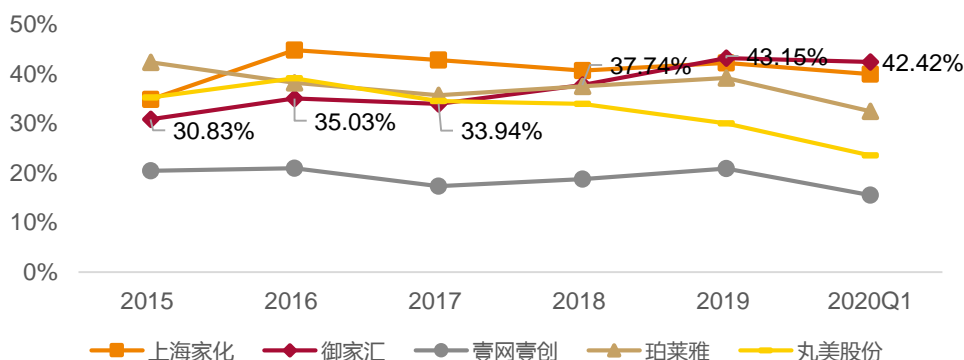
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：2015-2020Q1 御家汇各项期间费用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 15：2015-2020Q1 同行业可比公司销售费用率

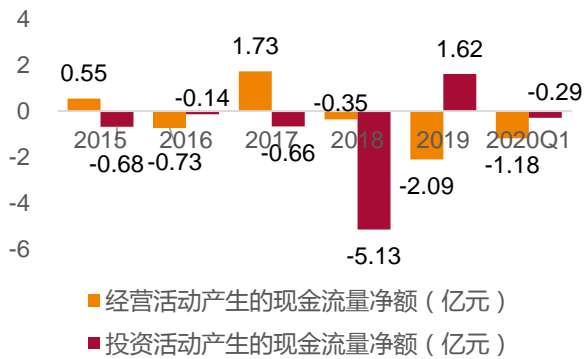


资料来源：wind，天风证券研究所

公司经营活动现金流近年持续为负，存货规模扩大但周转率放缓。公司 2019 年经营活动产生的现金流净额达 -2.09 亿元，主要系支付货款及其他经营性支出所致，2019 年投资活动现金流为正系理财产品收回所致。公司近年存货持续增长，2020Q1 末存货达 6.95 亿元，较年初下降 5.78%，其中 2018 年存货增加主要系收入增加导致存货需求量增加；2019 年

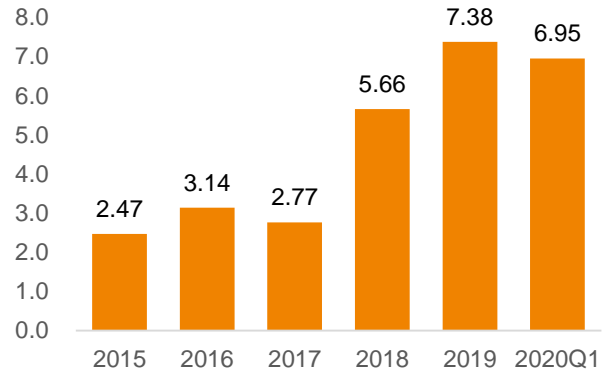
存货增长主要系产品品类增多，且代理品牌的产品大部分在境外，备货周期长所致。2015-2020Q1 存货周转率依次为 2.15/1.95/2.64/2.58/1.81/0.36，存货周转率持续放缓。

图 16：2015-2020Q1 御家汇经营/投资活动产生的现金流量净额



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 17：2015-2020Q1 御家汇存货 (亿元)



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 经营拐点：自有品牌持续创新升级抢占心智，代运营后续放量可期

3.1. 拐点 1-管理层：电商基因拥抱新营销，股权激励拐点显现

公司依托互联网发展红利，以淘品牌起家，成功打造“互联网第一面膜”御泥坊，管理层具备较强的电商基因。公司成立之初抓住淘品牌的风口期，敏锐感知互联网时代用户消费习惯的改变，通过天猫、淘宝、唯品会、京东、聚美优品、快乐购等第三方平台吸引公域流量，同时也较早利用御泥坊 APP 获取私域流量。而在品牌推广方式上，公司成立初期即超前的运用影视剧与综艺节目广告投入、电影海报、动漫 IP 合作、网红直播等新形式开展运营，管理层强大的电商基因迅速变现行业红利，2015-2018 年公司线上渠道的营业收入占比为：97.23%、93.59%、95.96%、96.37%。

目前公司设有专业部门负责产品直播及短视频投放业务，注重输出内容打造品牌，建立了全链路的风口反应机制。公司现有直播艺人团队、客服直播团队、储备兼职主播团队等专业主播团队，负责公司天猫旗舰店官方直播。未来，公司将进一步顺应市场需求，适时扩充直播团队、提升直播场数、拓展直播渠道。同时，启动内部艺人孵化计划，通过与其他直播机构合作、品牌跨界合作等方式，不断积累直播推广经验，努力实现公司艺人 IP 化、网红化、达人化的目标。

公司与网红主播合作的模式主要包括网红直播、短视频植入等，已与多家直播机构以及多位网红建立深度合作关系。公司 2017 年 9 月开始与李佳琦 MCN 美腕公司合作，2019 年全年与李佳琦直播合作 47 次，总计观看量超 4,000 万人次；2018 年，公司与薇娅 MCN 谦寻签订框架合作协议，2019 年全年与薇娅直播合作超过 30 次；2019 年全年与陈洁 Kiki、烈儿宝贝等超过 1,500 位网红主播合作，直播总场数累计超 8,000 场。通过与网红主播的合作，在一定程度上提升了公司的品牌知名度，扩充了公司消费者数量并使得消费者年龄结构进一步年轻化。

股权激励彰显管理层信心，20Q1 营收+34%yoy 拐点趋势显现。公司于 2019 年发布股权激励方案，确定预留部分股票期权与限制性股票授予日为 2020 年 3 月 19 日，并同意向 440 名激励对象授予股票期权 128.9060 万份，行权价格为 9.12 元/股；向 440 名激励对象授予限制性股票 128.9060 万股，授予价格为 4.56 元/股。以预留部分股票期权在激励对象间的分配为例，其中，管理层占比 18.63%，核心技术/其他人员占比 81.37%。激励对象获赠的预留部分限制性股票适用不同的限售期，分别为 12、24、36 个月。解除限售期对应的考核目标为：2019/20/21/22 年营收分别不低于 27.00/31.50/36.00/40.50 亿元

(+ 20%/17%/14%/13%yoy)。2019 年营收未达股权激励目标,若 2020 年达到股权激励目标,营收增速达 30.59%,公司 2020Q1 营收增速达 34.03%,业绩向好趋势显现。

表 4: 御家汇预留授予的股票期权激励方案

姓名	职务	获授的限制股票数量 (万股)	占本次激励计划授予预留 限制性股票总数的比例	占授予时总股本比例
朱珊	董事、副总经理	1.1527	1.1340%	0.0028%
HE GUANGWEN	董事、副总经理	1.9600	1.9282%	0.0048%
张虎儿	董事	0.6720	0.6611%	0.0016%
陈喆	董事	1.0532	1.0361%	0.0026%
黄晨泽	董事	11.2000	11.0184%	0.0272%
晏德军	副总经理、财务总监	1.1854	1.1662%	0.0029%
吴小瑾	副总经理、董秘	1.7150	1.6872%	0.0042%
核心技术人员、其他人员 (249 人)		82.7102	81.3688%	0.2012%
合计		101.6485	100.0000%	0.2472%

资料来源:公司公告,天风证券研究所

表 5: 御家汇预留授予的限制性股票激励方案

姓名	职务	获授的限制股票数量 (万股)	占本次激励计划授予预留 限制性股票总数的比例	占授予时总股本比例
朱珊	董事、副总经理	115.2700%	1.1931%	0.0028%
HE GUANGWEN	董事、副总经理	196.0000%	2.0287%	0.0048%
张虎儿	董事	67.2000%	0.6955%	0.0016%
陈喆	董事	105.3200%	1.0901%	0.0026%
黄晨泽	董事	1120.0000%	11.5925%	0.0272%
晏德军	副总经理、财务总监	118.5400%	1.2269%	0.0029%
吴小瑾	副总经理、董秘	171.5000%	1.7751%	0.0042%
核心技术人员、其他人员 (244 人)		7767.6000%	80.3980%	0.1889%
合计		96.6143	100.00%	0.2350%

资料来源:公司公告,天风证券研究所

3.2. 拐点 2-自有品牌:持续创新升级抢占消费者心智,打造小红瓶系列爆品

御泥坊面膜线持续推新抢占消费者心智,产品线扩充&新营销发力。公司主品牌御泥坊在消费者群体中具备较高的知名度,并拥有了一批忠实用户群体。借助已有的用户粘性,公司不断扩大主品牌品类,推出新品。御泥坊在扩充品类上主要可以归纳为面膜线创新、产品线扩充、IP 联名新营销三方面:1)面膜线创新:公司创新推出的金盏花瓣面膜、净肤绿豆泥浆面膜、小布丁面膜、雪莲修护冻干面膜进一步丰富了面膜产品矩阵,进一步抢占面膜市场;2)产品线扩充:公司先后开发眉笔、唇膜、喷雾、洁面巾、磨砂膏等扩充已有产品线;3)IP 联名新营销:公司注重品牌年轻化,借助 IP 形象挖掘美妆营销新模式,19 年 11 月推出的茶颜悦色联名款包含面膜、口红、精华液等多种产品。

图 18: 御泥坊最近打造新品情况



资料来源：官网、天猫旗舰店、官微小商城，天风证券研究所

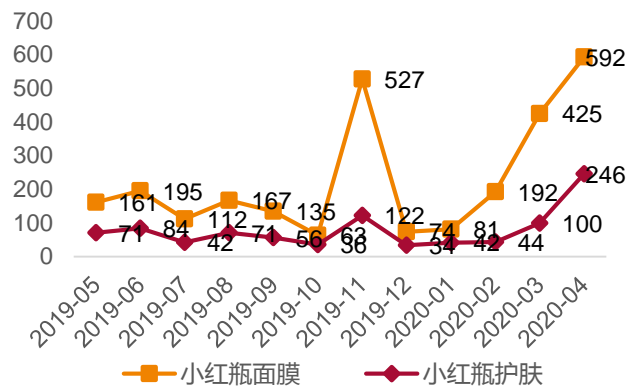
成功打造爆品小红瓶系列，2020 年以来销量持续上升。公司注重年轻消费者的传播影响和社交裂变能力，鼓励用户优质内容自传播。2019 年 4 月针对新品小红瓶美白系列的上新，御泥坊开创性地发起 1000 人实测“美白挑战赛”：御泥坊官方联合代言人王一博在线上发起“#白赚 42.2 万#”活动，用户可以 42.2 元限量秒杀“小红瓶”美白 CP，开启为期 14 天的美白挑战，使用产品 14 天后进行黑色素检测，若检测达到规定的黑色素下降值，即可 422 元的现金奖励，微博话题量过亿。同时，结合 422 面膜节活动，通过网红直播、达人种草等方式，小红瓶美白系列销量持续上升。

图 19：御泥坊小红瓶#白赚 42.2 万#话题量过亿



资料来源：聚美丽，天风证券研究所

图 20：小红瓶美白系列上线以来销售额（万元）

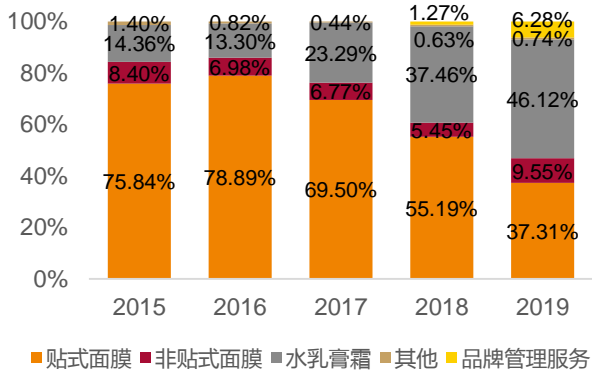


资料来源：淘宝网，天风证券研究所

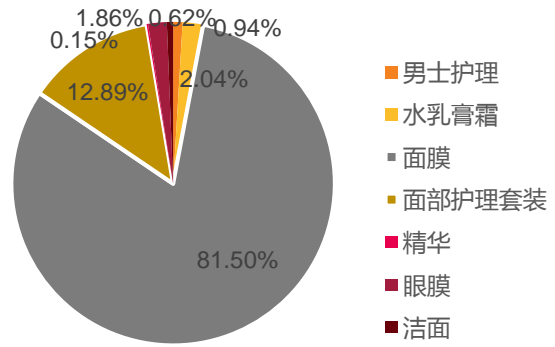
扩充产品线&代运营促使公司贴式面膜占比由 2015 年的 75.84%下降至 2019 年的 37.31%，御泥坊旗舰店面膜占比约 81.5%。贴式面膜占比明显下降，由 2015 年占比高达 75.84%到 2019 年下降至 37.31%，而水乳霜膏类则由 2015 年占比仅 14.36%到 2019 年上升至 46.12%，一方面是由于公司主品牌不断扩展产品线，从单一面膜品类逐步向水乳膏霜类拓展，另一方面公司代理销售品牌收入增幅较快，其产品线主要为水乳膏霜类。御泥坊天猫旗舰店仍以面膜品类为主，根据淘宝网，截止 5 月 29 日，近 30 天御泥坊天猫旗舰店面膜占比约 81.5%。

图 21：2015-2019 御家汇主营业务分品类

图 22：御泥坊天猫旗舰店分品类销售额占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：淘宝网，天风证券研究所

3.3. 拐点 3-代运营放量：前期投入后续放量可期，赋能主品牌

水羊国际与强生强强联合，新链接带动新消费空间。2017 年 1 月，御家韩美与强生公司签订协议，强生任命御家韩美为其指定产品的经营和销售的独家电子商务经销商/零售商。此后，公司分别与强生旗下城野医生、OGX、暖呵、李施德林、强生婴儿等达成代运营合作，品类涵盖药妆、洗护、护臀膏、口腔护理、母婴。公司通过水羊国际这一开放平台将国际品牌与中国市场链接，凭借对互联网的独有理解和在中国市场的丰富运营经验，助力海外品牌开拓中国市场。

2017 年城野医生天猫国际海外旗舰店上线 3 个月，销售额就突破 1000 万人民币，成为天猫国际第一家三个月过 1000 万的海外旗舰店，2017，城野医生在天猫全平台业绩增长 886%。目前看，公司 2019 年品牌管理服务收入迅速增长达到 1.52 亿元，伴随未来强生在中国市场的进一步扩大，公司将通过与强生进一步合作推动代理业务快速增长。

图 23：水羊国际与强生战略合作品牌



资料来源：官网、天风证券研究所

代运营前期进行渠道建设、市场与人力投入，以及组织架构调整，后续将持续放量，包括：
 1) 产品：凭借专业视角为消费者挖掘全球美妆好货；
 2) 物流：通过 2 大海外中央仓、4 大跨境保税仓、7 大境内仓以及 200 万单仓配处理能力，为品牌和消费者消除跨境购带来的物流不便；
 3) 渠道：“水羊国际”则通过线上渠道 100%覆盖，线下 6000+ 零售网点覆盖、开启跨境直邮与保税双模式以及 CFDA 产品备案支持等方式让消费者简单购物；
 4) 人力：公司员工总人数从 2016 年底的 978 人上升至 2019 年的 1622 人，持续加大销售人员的运

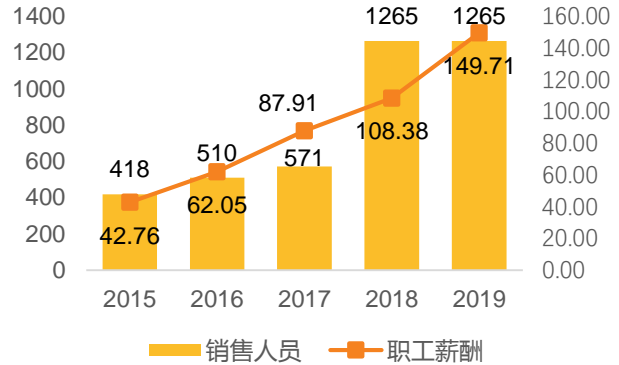
营投入，销售人员职工薪酬自 2016 年的 6205 万元上升至 2019 年的 1.50 亿元；5) 营销：“水羊国际”利用时尚 KOL 与微博、微信、小红书等 4 大营销阵地，帮助品牌精准触达消费者，“水羊国际”利用大数据对用户进行分析，帮助品牌迭代更适合中国消费者的产品，同时会提供 200 人的在线美妆团队。2019 年水羊国际新设上海水羊管理咨询有限公司，并设立了湖南御强化妆品有限公司，荣获天猫国际“2019 年度欧洲大区招商好伙伴”大奖。公司前期渠道搭建和市场投入已落地，未来代运营业务有望进一步放量。

图 24：水羊国际代运营前期在五大方面的先期投入



资料来源：化妆品观察，天风证券研究所

图 25：2015-2019 御家汇销售人员及职工薪酬逐年递增（人，百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

代运营学习海外品牌经验，为自有品牌赋能。公司代运营业务为国际优秀品牌提供中国市场解决方案，在不断输出自身运营经验的同时，也能通过与国际优秀品牌的和合作与交流学习海外品牌经验，洞悉国际大牌的研发动向、品牌运营和战略布局等，为自有品牌的成长和发展赋能。

4. 估值：PS 远低于行业水平，边际改善空间较大

核心假设：2020-2022 年公司自有品牌御泥坊收入增速 31%/25%/20%，第二品牌小迷糊收入增速 25%/20%/18%，其他自有品牌收入增速 10%/10%/10%；公司代运营业务放量，综合预计 2020-2022 年收入增速为 37%/17%/16%。

综合预计公司 2020-2022 年营业收入分别增长 30.61%/20.52%/17.88%，归母净利润增长 135.75%/59.50%/38.66%，PE 对应为 89/56/40，PS 对应为 1.82/1.51/1.28。公司 PS 远低于行业平均水平，归母净利率较低边际改善弹性较大，保守给予公司 2020 年 2.7 倍 PS，对应目标价 20.64 元，给予买入评级。

表 6：化妆品公司 PE 与 PS 估值

	PE				PS			
	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
珀莱雅	79	65	50	40	10	8	6	5
丸美股份	67	60	51	42	19	17	14	12
上海家化	45	45	41	37	3	3	3	3
华熙生物	87	70	50	36	27	21	15	10
壹网壹创	126	82	51	38	19	14	10	7
御家汇	223	84	54	39	3	2	2	1
平均值	105	68	50	39	14	11	8	6

资料来源：wind，天风证券研究所

风险提示：

- ① 疫情影响下消费恢复不及预期。
- ② 在扩品类、多品牌的发展过程中，自有品牌中部分新品牌发展低于预期。
- ③ 强化品牌宣传及全渠道建设，加大投放可能致销售费用持续高企。
- ④ 与强生及其他国外小众品牌合作的代运营品牌推广不及预期。
- ⑤ TP 业务行业竞争加剧，可能导致部分代运营品牌流失。

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	646.46	306.24	811.56
应收票据及应收账款	100.23	117.76	167.69	64.07	86.97
预付账款	52.94	74.38	74.78	105.27	113.02
存货	566.10	737.95	613.05	1,083.32	837.85
其他	504.69	197.99	208.15	270.70	188.81
流动资产合计	1,687.36	1,489.92	1,710.14	1,829.60	2,038.22
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	2,036.85	2,240.58	2,493.97
短期借款	41.18	151.86	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	335.75	322.73	398.53	499.50	592.96
其他	94.06	126.95	142.97	153.98	187.95
流动负债合计	470.98	601.54	541.51	653.48	780.91
长期借款	28.56	23.98	0.00	0.00	0.00
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	7.10	5.37	4.66
负债合计	507.05	627.02	548.61	658.86	785.57
少数股东权益	(3.56)	(2.40)	(4.47)	(8.76)	(15.53)
股本	272.00	411.12	412.09	412.09	412.09
资本公积	753.54	629.85	629.85	629.85	629.85
留存收益	1,121.55	1,025.08	1,080.62	1,178.39	1,311.84
其他	(747.45)	(847.78)	(629.85)	(629.85)	(629.85)
股东权益合计	1,396.09	1,215.87	1,488.24	1,581.72	1,708.40
负债和股东权益总	1,903.14	1,842.89	2,036.85	2,240.58	2,493.97

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	127.55	25.37	64.18	102.36	141.94
折旧摊销	16.27	19.07	9.08	11.44	13.87
财务费用	2.88	7.93	2.05	(2.12)	(2.49)
投资损失	(20.39)	(14.24)	(8.00)	(13.00)	(15.00)
营运资金变动	(686.36)	156.73	103.38	(365.23)	414.75
其它	524.63	(403.96)	(2.07)	(4.29)	(6.77)
经营活动现金流	(35.42)	(209.09)	168.61	(270.83)	546.30
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	29.47	(148.73)	(85.71)
投资活动现金流	(513.07)	161.62	83.87	(67.00)	(35.00)
债权融资	74.08	180.42	4.35	4.43	4.45
股权融资	786.59	(222.52)	216.85	2.12	2.49
其他	(114.57)	(83.19)	(189.06)	(8.94)	(12.92)
筹资活动现金流	746.10	(125.29)	32.14	(2.40)	(5.98)
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)	284.62	(340.23)	505.32

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	3,150.47	3,796.95	4,475.84
营业成本	1,085.18	1,180.69	1,535.79	1,843.35	2,163.98
营业税金及附加	15.50	11.32	14.79	17.82	21.01
营业费用	847.40	1,040.79	1,337.32	1,600.35	1,873.07
管理费用	103.63	102.74	132.61	157.93	183.93
研发费用	45.94	43.89	57.32	69.09	81.44
财务费用	6.42	13.92	2.05	(2.12)	(2.49)
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	8.00	13.00	15.00
其他	(49.31)	5.60	(16.00)	(26.00)	(30.00)
营业利润	158.04	18.71	73.58	118.53	164.90
营业外收入	4.18	4.17	4.17	4.17	4.17
营业外支出	0.42	0.11	0.11	0.11	0.11
利润总额	161.79	22.77	77.63	122.59	168.96
所得税	34.24	(2.60)	15.53	24.52	33.79
净利润	127.55	25.37	62.11	98.07	135.17
少数股东损益	(3.16)	(1.86)	(2.07)	(4.29)	(6.77)
归属于母公司净利润	130.72	27.22	64.18	102.36	141.94
每股收益(元)	0.32	0.07	0.16	0.25	0.34

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	36.38%	7.43%	30.61%	20.52%	17.88%
营业利润	-2.66%	-88.16%	293.27%	61.10%	39.12%
归属于母公司净利润	-17.53%	-79.17%	135.75%	59.50%	38.66%
获利能力					
毛利率	51.67%	51.05%	51.25%	51.45%	51.65%
净利率	5.82%	1.13%	2.04%	2.70%	3.17%
ROE	9.34%	2.23%	4.30%	6.44%	8.23%
ROIC	42.27%	3.98%	8.27%	12.32%	11.06%
偿债能力					
资产负债率	26.64%	34.02%	26.93%	29.41%	31.50%
净负债率	-27.89%	-14.92%	-43.15%	-19.08%	-47.24%
流动比率	3.58	2.48	3.16	2.80	2.61
速动比率	2.38	1.25	2.03	1.14	1.54
营运能力					
应收账款周转率	23.01	22.13	22.07	32.77	59.27
存货周转率	5.33	3.70	4.66	4.48	4.66
总资产周转率	1.63	1.29	1.62	1.78	1.89
每股指标(元)					
每股收益	0.32	0.07	0.16	0.25	0.34
每股经营现金流	-0.09	-0.51	0.41	-0.66	1.33
每股净资产	3.40	2.96	3.62	3.86	4.18
估值比率					
市盈率	43.88	210.72	89.38	56.04	40.41
市净率	4.10	4.71	3.84	3.61	3.33
EV/EBITDA	20.86	27.41	59.03	41.61	27.23
EV/EBIT	21.98	30.40	66.11	45.70	29.55

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