

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年一季报点评

公司简报

中性(维持)

当前价: 8.19元

分析师

李婕(执业证书编号: S0930511010001)

021-52523339

lijie_yjs@ebscn.com

罗晓婷(执业证书编号: S0930519010001)

021-52523673

luoxt@ebscn.com

市场数据

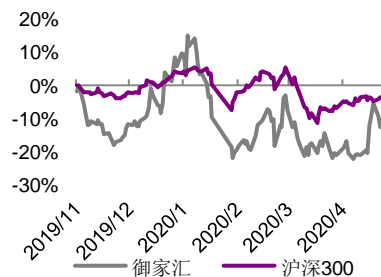
总股本(亿股): 4.11

总市值(亿元): 33.67

一年最低/最高(元): 7.29/11.24

近3月换手率: 278.24%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.63	8.66	-18.20
绝对	2.12	9.20	-19.23

资料来源: Wind

相关研报

行业竞争加剧影响面膜主业表现, 新品类增长靓丽、期待未来放量——御家汇(300740.SZ) 动态跟踪报告
..... 2019-05-05

◆19年收入增7.42%、净利降79.17%，20Q1营收增34.03%、净利增489.81%，19Q4、20Q1收入连续回暖

公司2019年实现营收24.12亿元，同比增7.42%，归母净利2722万元，同比降79.17%，归母扣非净利619万元，同比降94.14%。

分季度看，19Q1~20Q1营收分别同比增1.04%、降2.00%、降3.48%、增30.74%、增34.03%，净利分别同比降98.45%、降84.58%、降96.57%、降4.07%、增489.81%。19Q4收入恢复增长主要为国际品牌代运营业务增长放量，净利仍同比下滑主要为销售费用率提升较多所致。20Q1在疫情影响下收入仍延续19Q4改善态势，净利高速增长，主要为收入恢复增长、销售费用率下降、研发费用率下降以及去年的低基数(归母净利仅45万元)。

◆国际品牌代运营业务放量贡献主要增长，非贴片式面膜品类拓展顺利、增长靓丽

分地区看，2019年境内、境外业务(主要为国际品牌代理业务)营收分别为18.68、5.43亿元，占比分别为77.46%、22.54%，分别同比增1.48%、34.51%。公司境外业务主要为采购代运营的国际品牌产品、出售给境内消费者。

线上分自有平台、第三方平台来看，2019年公司通过第三方平台(自营、经销、代销)、自有平台(自营)营收分别为21.06亿元、4410万元，占比分别为87.33%、1.83%，分别较上一年降0.98%、增长20.74%。

线上分平台来看，增长主要来自淘系平台，2019年淘系(自营、经销、代销)、唯品会(代销)营收分别为12.10亿元、2.86亿元，占营收比重分别为50.17%、11.87%，分别同比增24.60%、降29.79%。

分品牌看，2019年公司营收增长主要来自代运营的国际品牌，预计公司2019年自有品牌业务仍承压。

分品类看，贴片式面膜领域竞争激烈，2019年其营收占比继续下降，非贴片式面膜及水乳霜膏等占比在提升。2019年贴片式面膜营收9.00亿元、同降27.39%、占总营收比重为37.31%，非贴片式面膜营收2.30亿元、同比增88.33%、占营收比重提升至9.55%；水乳霜膏营收11.13亿元、同比增32.27%、占比提升至46.12%。此外，2018年公司新增品牌管理服务业务、进入2019年放量增长、贡献营收1.52亿元、同比增433.26%占比提升至6.28%。

◆毛利率总体平稳，费用率2019年提升，存货及应收账款周转有所放缓，现金流仍承压

毛利率: 2019年毛利率为51.05%，较上一年同期放缓0.62PCT，基本持平。分季度看，19Q1~20Q1毛利率分别为50.70%(-4.51PCT)、45.07%(-7.78PCT)、56.57%(+4.71PCT)、51.43%(+3.17PCT)、50.36%(-0.34PCT)。

期间费用率：2019 年期间费用率为 49.80%，较上一年同期提升 5.12CPT，其中主要为销售费用率提升较多所致，销售费用率、管理费用（含研发费用）率、财务费用率分别为 43.15%（+5.41PCT）、6.08%（-0.58PCT）、0.58%（+0.29PCT），其中研发费用率为 1.82%（-0.23PCT）。销售费用率提升主要为平台推广服务费及职工薪酬增加较多所致。财务费用有所上升主要为新增短期借款产生利息增加。

分季度看，19Q1~20Q1 销售费用率分别为 43.86%（+6.30PCT）、36.41%（-1.49PCT）、48.70%（+11.09PCT）、43.55%（+5.71PCT）、42.42%（-1.43PCT）；管理费用率分别为 7.98%（+0.16 PCT）、7.29%（+1.09 PCT）、6.61%（+0.35 PCT）、3.96%（-2.82 PCT）、5.97%（-2.01 PCT），财务费用率分别为 0.43%（+0.52PCT）、0.38%（+0.24 PCT）、0.77%（+0.48 PCT）、0.64%（+0.01 PCT）、0.73%（+0.30 PCT）。

其他财务指标：

1) 2019 年末存货 7.38 亿元，较年初增加 30.36%，存货周转率为 1.81，较上一年 2.58 有所放缓。20Q1 存货为 6.95 亿元、较年初下降 5.78%。

2) 2019 年末应收账款为 1.18 亿元、较年初增加 17.49%，应收账款周转率为 22.13，较 2018 年的 23.01 有所放缓。20Q1 应收账款为 1.50 亿元、较年初增加 27.50%。

3) 资产减值损失+信用减值损失 2019 年合计为 22.08 亿元，较上一年增加 281.63%，20Q1 为 22 万元、较上一年同期增加 66.10%，主要为坏账损失及存货跌价。

4) 2019 年投资收益 2019 年为 1424 万元、较上一年同期减少 30.18%，20Q1 投资收益为 44 万元、较上年同期减少 90.96%。

5) 2019 年经营性现金流为-2.09 亿元、20Q1 经营性现金流为-1.18 亿元，自 18 年下半年以来公司的现金流持续为负。

◆自有品牌突破渠道及品类单一状况，积极拓展品类/渠道

公司自有品牌有“御泥坊”、“小迷糊”、“薇风”、“御 MEN”、“花瑶花”等。其中御泥坊、小迷糊等体量规模较大、营收贡献在亿元级以上。据淘数据，2019 年御泥坊、小迷糊天猫旗舰店年销售额分别同比降 23.97%、降 42.73%，两大品牌主要品类为面膜、面膜终端需求强劲、市场规模增速高、但品牌竞争激烈、消费者尝鲜属性强、品牌忠诚度低、同时公司渠道聚焦在线上、渠道结构较为单一、抵御风险能力较弱。受此影响，公司 18Q4 以来收入增速大幅放缓至个位数、19Q1~3 连续三个季度收入同比上一年同期低个位数增长或下降。

针对渠道，公司 2016 年加大主品牌御泥坊线下渠道拓展力度，目前进入全国 3000 多家屈臣氏、400 余家沃尔玛、家乐福、万宁、各大城市化妆品专营店等渠道并开设公司线下直营店，2019 年线下渠道收入翻倍增长。公司线下产品线及定价与线上不同，线下毛利率约 60%（线上毛利率约 50%）。

针对品牌/品类，公司积极应对行业终端变化，主品牌拓展水乳霜膏、彩妆等品类，2019 年新推出 HPH 护肤品牌、定位功能性护肤品牌、专研功效

修护、迎合当下护肤注重成分、功效的趋势。20Q1“小迷糊”品牌全面升级,并推出全新IP形象MIHOO与消费者进行情感链接,受到年轻用户喜爱,实现业绩增长。

◆通过水羊国际加速国际品牌代运营、跨境出口等业务

公司国际品牌代运营业务主要负责国际品牌在国内的独家线上代理业务,代运营品牌天猫国际旗舰店以及通过其他线上经销商出售产品。

公司从2016、2017年起先后代理韩国护肤品牌丽得姿、日本护肤品牌城野医生(强生旗下),2018Q1新增强生集团旗下的洗护发品牌PGX线上独家代理权。

2018年中期发布水羊国际平台加速国际品牌代运营业务,前身为御家汇国际品牌事业部,其管理团队与骨干员工由御家汇资深管理者与资深运营人员组成,开放公司多年线上运营经验及资源、为国际品牌提供中国市场的全套解决方案。客户新增意大利彩妆品牌KIKO、日本高端美妆品牌ALBION、芬兰护肤品牌LUMENE、英国实验室抗衰品牌ZELENS。

2019年公司通过水羊国际继续拓展国际品牌落地中国的代运营业务、新增跨境出口业务:a)国际品牌中国代运营:2019年新增国际品牌客户敏感肌抗衰品牌EviDenS、祛妊娠纹品牌LIERAC,与强生集团合作愈加紧密、新增其旗下的护臀膏品牌爱呵、美国专业口腔护理品牌李施德林、母婴品牌强生婴儿,20Q1新增强生旗下的护肤品牌露得清。b)与东南亚主流平台Lazada, shopee等达成战略合作,成为平台重点主推跨境卖家,御泥坊在Lazada新加坡、马来西亚同步发售新年限量版面膜,在当地销售良好。公司在年终大促期间销售额增长约900%。

◆加码新营销方式,疫情影响相对有限,20Q1继续保持快速增长

20Q1化妆品总体零售承压、线上仍维持快速增长。20Q1限额以上企业化妆品零售额同比降13%(据国家统计局),阿里全网化妆品销售额同比增32%(据淘数据)。

公司积极拥抱新媒体、新营销,通过短视频植入、网红直播等方式加强品牌推广,打造销售爆款,20Q1网络促销节日实现销售额快速增长。

公司20Q1收入仍保持快速增长,其中主品牌御泥坊天猫旗舰店1、2、3月销售额分别同比降45.22%、降11.87%、增101.86%,3月销售靓丽拉动20Q1累计同比增26.70%、较19年全年下降23.97%有明显改善;薇风品牌(公司代理的中国台湾品牌)在天猫3.8女神节活动、云集3.8超级爆款活动销售同比增长分别达42%、62%;KIKO品牌Q1推出新品PP哑光雾面口红,整体销售超出预期,3.8女神节品牌整体销售额同比增长46.6%。

20Q1海外疫情形势尚不严峻,国际品牌代理业务仍保持快速增长。但未来随着海外疫情形式变化,公司国际品牌进口或受影响。

◆主业面膜受行业竞争格局影响发展承压,积极拓品类及国际品牌代运营业务、期待业绩持续回暖

我们认为:1)公司起家于电商面膜品牌御泥坊,分享早期行业电商、面膜等品类成长机遇,积累丰富电商品牌运营能力。近年随着护肤品牌切入面膜市场,面膜行业品牌竞争加剧,公司自有品牌面膜(尤其是贴片式面膜)

业务增长承压，为此公司积极拓展水乳霜膏、线下渠道，加速国际品牌代运营业务。

18Q4~19Q3 公司收入持续放缓、19Q2~19Q3 连续低个位数下滑，业务持续调整，19Q4、20Q1 收入增速恢复 30%+、主要获益国际品牌代运营业务增长，期待后续业绩持续回暖。

2) 毛利率方面，国际品牌代运营业务毛利率较低、未来随着该业务继续放量，预计毛利率呈现下降趋势。

3) 费用率方面，行业层面，线上站内引流成本提升、站内外网红费用上涨，公司层面，公司代理的国际品牌部分为小众品牌，提升品牌在中国知名度仍需一定的营销费用投放。因此，预计公司销售费用率将呈上升趋势。

公司线上运营能力出色，看好公司经验复制至其他美妆品类、国际品牌代运营业务上，19Q3 至今随着国际品牌代理业务放量、收入端现回暖，期待未来业绩表现，建议持续关注。受疫情影响，下调 20~21 年盈利预测、新增 22 年盈利预测，预计 20~22 年 EPS 为 0.10/0.12/0.14 元，对应 2020 年 PE 82 倍，当前估值水平仍较高，维持“中性”评级。

◆**风险提示：**终端零售疲软；海外疫情升级影响公司国际品牌代理业务；国际品牌收回线上代理权或转为管理模式影响收入表现；品类拓展不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,245.34	2,412.12	2,658.64	2,960.63	3,310.07
营业收入增长率	36.38%	7.43%	10.22%	11.36%	11.80%
净利润（百万元）	130.72	27.22	40.98	48.17	59.53
净利润增长率	-17.53%	-79.17%	50.53%	17.56%	23.57%
EPS（元）	0.48	0.07	0.10	0.12	0.14
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.34%	2.23%	3.25%	3.68%	4.35%
P/E	17	124	82	70	57
P/B	1.6	2.8	2.7	2.6	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 4 月 28 日

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	2,659	2,961	3,310
营业成本	1,085	1,181	1,332	1,487	1,638
折旧和摊销	11	12	30	34	37
税金及附加	15	11	21	21	23
销售费用	847	1,041	1,125	1,255	1,413
管理费用	104	103	119	133	149
研发费用	46	44	40	44	50
财务费用	6	14	8	11	15
投资收益	20	14	20	20	20
营业利润	158	19	37	40	54
利润总额	162	23	41	44	58
所得税	34	(3)	2	(1)	0
净利润	128	25	39	46	58
少数股东损益	(3)	(2)	(2)	(2)	(2)
归属母公司净利润	131	27	41	48	60
EPS(按最新股本计)	0.48	0.07	0.10	0.12	0.14

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	(35)	(209)	4	24	49
净利润	131	27	41	48	60
折旧摊销	11	12	30	34	37
净营运资金增加	680	-226	97	87	90
其他	-857	-22	-165	-144	-137
投资活动产生现金流	-513	162	34	-80	-80
净资本支出	-101	-19	-50	-50	-50
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-412	181	84	-30	-30
融资活动现金流	746	-125	0	101	83
股本变化	152	139	0	0	0
债务净变化	17	106	8	111	98
无息负债变化	173	14	19	76	41
净现金流	203	-171	37	45	52

主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	51.7%	51.1%	49.9%	49.8%	50.5%
EBITDA 率	7.2%	3.3%	2.3%	2.2%	2.6%
EBIT 率	6.4%	2.5%	1.2%	1.0%	1.5%
税前净利润率	7.2%	0.9%	1.5%	1.5%	1.8%
归母净利润率	5.8%	1.1%	1.5%	1.6%	1.8%
ROA	6.7%	1.4%	2.1%	2.1%	2.5%
ROE (摊薄)	9.3%	2.2%	3.3%	3.7%	4.4%
经营性 ROIC	8.5%	6.0%	2.3%	2.1%	3.0%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	27%	34%	34%	39%	42%
流动比率	3.58	2.48	2.36	2.01	1.86
速动比率	2.38	1.25	1.08	0.92	0.88
归母权益/有息债务	18.89	6.75	6.70	4.37	3.44
有形资产/有息债务	25.24	9.60	9.34	6.48	5.25

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	1,909	2,143	2,339
货币资金	463	362	399	444	497
交易性金融资产	0	136	10	10	10
应收账款	100	118	134	142	162
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款(合计)	24	18	18	23	25
存货	566	738	799	892	934
其他流动资产	481	44	46	49	53
流动资产合计	1,687	1,490	1,481	1,644	1,775
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	82	56	29
在建工程	0	4	3	2	2
无形资产	8	74	122	169	215
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	68	0	12	12	12
非流动资产合计	216	353	428	499	564
总负债	507	627	654	842	980
短期借款	41	152	160	271	369
应付账款	336	206	292	349	343
应付票据	0	116	44	65	96
预收账款	10	6	15	12	13
其他流动负债	(3)	(0)	0	1	3
流动负债合计	471	602	629	816	955
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	1,255	1,301	1,359
股本	272	411	411	411	411
公积金	768	648	652	657	663
未分配利润	353	377	414	457	511
归属母公司权益	1,400	1,218	1,259	1,307	1,367
少数股东权益	(4)	(2)	(4)	(6)	(8)

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	38%	43%	42%	42%	43%
管理费用率	5%	4%	4%	4%	5%
财务费用率	0%	1%	0%	0%	0%
研发费用率	2%	2%	2%	2%	2%
所得税率	21%	-11%	5%	-3%	1%

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	0.01	0.06	0.12
每股净资产	5.15	2.96	3.06	3.18	3.32
每股销售收入	8.25	5.87	6.47	7.20	8.05

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	17	124	82	70	57
PB	1.6	2.8	2.7	2.6	2.5
EV/EBITDA	14	47	57	57	44
股息率	0%	0%	0%	0%	0%

行业及公司评级体系

评级	说明
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, 也不, 也将不会与本报告中的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見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	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼