

ww

御家汇（300740）：业务拓展与品牌运营双轮驱动，互联网美妆龙头再起航

2021年01月27日

推荐/首次

御家汇

公司报告

乘电商之风发展壮大，互联网美妆龙头再起航。御家汇以自有品牌为核心，依托电商渠道快速起家，打造“互联网第一面膜”。传统电商红利的衰退和行业竞争的加剧使得业绩承压，公司积极推进内部的整合调整和外延拓展，优化业务布局并推进全渠道融合发展，经营效果显著改善。疫情影响下线上消费习惯持续培养，叠加代运营业务的持续放量，股权激励激发活力，增长潜力有望持续释放。

品牌升级和品类结构优化打开新增长空间，全渠道融合叠加新营销模式助力业务腾飞。公司通过自我孵化和外延并购构建品牌矩阵，卓越的品牌培育运营能力推动品牌矩阵的优势释放。品牌升级的不断推进带来量价齐升，主品牌御泥坊 2020 年 11 月淘系全网销量同比增长 38%，销售单价同比增长 16%。公司积极推进品类结构优化，非贴片式面膜和水乳霜膏品类占比分别提升至 2020 年上半年的 13.39% 和 50.1%，有望打开新增长空间，品牌培育能力和产研的投入为其提供核心支持。积极拥抱新营销模式，并加强线下渠道建设，线下营收占比提升至 12.47%，全渠道融合共同助力业务腾飞。

代运营业务顺势而起，业务拓展与品牌发展双轮驱动。自 2018 年推出“水羊国际”平台后，代运营业务持续发力，境外收入近四年复合增速高达 306%，各合作品牌逐步进入良性轨道。公司在拥有较强电商运营能力的同时，还具有自主品牌培育经验，对品牌有更好的理解和把握，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。

盈利预测：我们预计公司 20/21/22 年实现归母净利 1.29/2.24/3.06 亿元，同比增速 374.6%/73%/37.1%，EPS 为 0.31/0.54/0.75，对应 PE 为 55.4/32.02/23.36，首次覆盖给予“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	3,435.43	4,346.14	5,253.11
增长率（%）	36.38%	7.43%	42.42%	26.51%	20.87%
净利润（百万元）	130.72	27.22	129.19	223.51	306.38
增长率（%）	-17.53%	-79.17%	374.57%	73.01%	37.07%
净资产收益率（%）	9.34%	2.23%	8.65%	14.22%	18.26%
每股收益（元）	0.50	0.07	0.31	0.54	0.75
PE	37.16	265.43	59.13	34.18	24.93
PB	3.61	6.27	5.11	4.86	4.55

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

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

未来 3-6 个月重大事项提示：

暂无

发债及交叉持股介绍：

暂无

交易数据

52 周股价区间（元）	24.3-7.29
总市值（亿元）	93.39
流通市值（亿元）	50.38
总股本/流通 A 股（万股）	41,106/22,174
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	6.05

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：张凯琳

010-66554087

zhangkl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480518070001

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：

S1480120070001

目 录

1. 自主品牌为核心的“互联网+美妆”企业	4
1.1 依托电商基因，打造“互联网第一面膜”御泥坊	4
1.2 股权激励激发活力，增长潜力有望不断释放	4
2. 强品牌培育能力支撑长期发展，结构优化和全渠道融合打开新增长空间	5
2.1 强品牌培育能力促进品牌矩阵优势释放，品牌升级增强市场竞争力	6
2.2 结构优化打开新空间，强品牌培育能力和产研投入提供核心支持	8
2.3 积极顺应时代变化拥抱新营销模式，建立全渠道销售体系	12
3. 代运营业务顺势而起，业务拓展与品牌发展双轮驱动	13
3.1 美妆代运营赛道优，公司业务发展迅速	13
3.2 品牌经营和电商营销经验为代运营业务提供支撑，代运营业务为主品牌的成长赋能	15
4. 投资建议与风险提示	16
5. 相关报告汇总	18

插图目录

图 1： 御家汇发展历程	4
图 2： 御家汇营业收入及同比增速	5
图 3： 御家汇归母净利润及同比增速	5
图 4： 御家汇品牌矩阵	6
图 5： 多品牌快速发展营收占比提升	7
图 6： 御家汇产品升级换代	7
图 7： 中国护肤品市场构成	9
图 8： 水乳膏霜品类更具增长前景	9
图 9： 各护肤品子品类价格带	9
图 10： 产品结构不断优化	11
图 11： 积极开发非贴片式面膜和非面膜品类产品	11
图 12： 非贴片式面膜毛利率持续走高	11
图 13： 生产技术支持	11
图 14： 线上线下各渠道占比情况	12
图 15： 线上线下全渠道融合	12
图 16： 我国品牌电商服务市场规模	13
图 17： 品牌电商服务中美妆品类占比最高	13
图 18： 从天猫品牌服务商星级情况看行业格局	14
图 19： 代运营业务品牌矩阵	15

表格目录

表 1：御家汇股权激励激发活力.....	5
表 2：御家汇各品牌销售表现.....	8
表 3：主要品牌贴片式面膜和非贴片式面膜布局情况.....	9
表 4：线上面膜销售额排名情况.....	10
表 5：2020 年上半年天猫六星 TP 服务商部分介绍.....	14

1. 自主品牌为核心的“互联网+美妆”企业

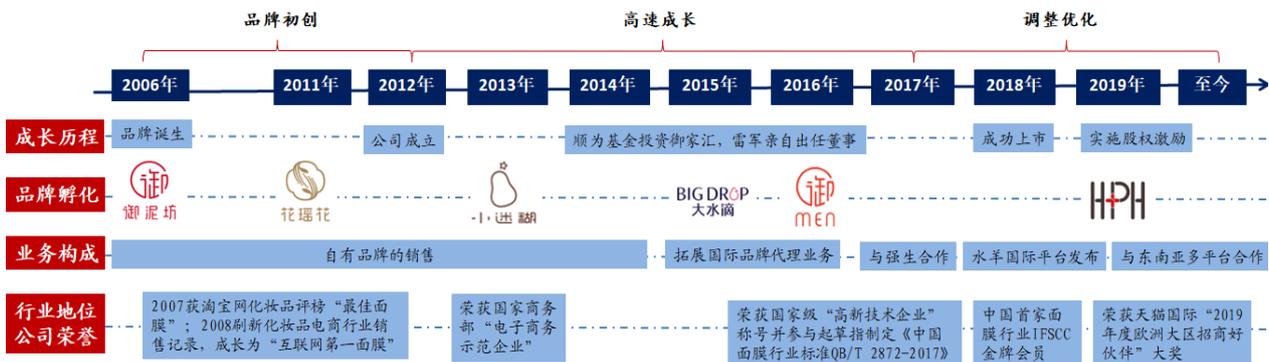
1.1 依托电商基因，打造“互联网第一面膜”御泥坊

御家汇是一家以自有品牌为核心，依托电商渠道快速起家的“互联网+护肤品”美妆企业。2006年御泥坊品牌诞生，凭借早期淘宝平台流量快速起家，实现了初创期的原始积累。品牌创下多个化妆品电商销售记录，2007年获评淘宝化妆品榜“最佳面膜”，2008年刷新中国化妆品电商行业单电单月、单店单天的销售记录，成长为“互联网第一面膜”。

自2012年公司成立至2017年，正值电商红利爆发期，公司乘电商快速发展之风成长壮大，实现了高速增长。据欧睿数据显示，化妆品行业电商渠道占比由2013年的13%增加到2018年的27%，行业渠道整体从线下向线上转移。在此期间，公司与淘宝、唯品会、聚美优品等电商平台深度合作，并自创电商平台御泥坊APP，最大程度上地把握了B2C电商红利，成功登上互联网面膜销售额第一名的宝座；在电商业务发展较为成熟，具备一定的行业优势的基础上，于2015年开始代理国际品牌，充分发挥自身在互联网平台运营、营销方面的经验优势，实现业务拓展。与此同时，公司打破单一线上渠道，于2015年开始线下布局；并积极扩充品牌品类，多渠道多品牌打开增长空间。

公司2018年上市后迈开调整优化步伐，推动全渠道的融合发展。随着传统电商红利的消退和行业竞争的加剧，公司业绩承压，通过内部的整合调整、新业务的拓展以及渠道布局的优化，公司实现了触底反弹。公司于2018年推出独立开放平台“水羊国际”，推进业务跨越式发展。积极拥抱新媒体、新营销，通过新社媒和短视频将公司的品牌理念获得更广阔的传播，并开设直营门店，加强线下渠道建设，推动全渠道布局优化。公司于2018年成为中国首家面膜行业IFSCC金牌会员，并于2019年荣获天猫国际“2019年度欧洲大区招商好伙伴”大奖。

图1：御家汇发展历程



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.2 股权激励激发活力，增长潜力有望不断释放

公司管理团队经验丰富，整体年轻化、低龄化，充满活力。公司创始人、董事长戴跃锋，2004年开始创业，为国家“万人计划”科技创业领军人才，是德国红点设计大奖获得者。水羊国际总经理陈喆，曾于淘宝任职，负责千人千面营销系统研发，2010年加入御泥坊后，带领御泥坊天猫旗舰店成为第一家营收过亿的美妆店铺；负责水羊电商的灵犀拥有9年美妆品牌电商全渠道操盘经验；负责管理质量和研发的轲言，曾于宝洁任职并

过参与 SK-II 小灯泡的研发工作。公司各业务部门负责人经验丰富, 但与此同时, 团队整体平均年龄不到 30 岁, 呈现出年轻化低龄化的特点, 有助于快速捕捉市场时尚潮流的变化趋势, 与时俱进。

公司于 2019 年 4 月推出股票期权与限制性股票激励计划, 进一步促进活力释放。激励计划首次授予日为 2019 年 6 月 26 日, 共计 865.67 万份 (分红调整后合计 1307.75 万份), 约占公司股本总额的 3.18%。激励对象共 787 人, 包括公司董事、高级管理人员、核心技术 (业务) 人员及其他人员等, 激励计划的实施有望将团队活力充分释放, 且核心管理人员和技术人员与公司深度绑定, 有望成为支撑公司长期发展的核心力量。

表1: 御家汇股权激励激发活力

年份	激励计划名称	行权/解除限售期	解除限售期条件	获授的股票期权数量	授予对象
2019 年 4 月	2019 年股票 期权与限制性 股票激励计划	首次授予的股 票期权/限制性 股票	2019 年营业收入不低于 27.00 亿元	股票期权 347.27 万 股; 限制性股票	787 人授予 股票期权 786 人授予 限制性股票
			2020 年营业收入不低于 31.50 亿元	345.27 万股	
			2021 年营业收入不低于 36.00 亿元		
			2022 年营业收入不低于 40.50 亿元		
		预留授予的股 票期权/限制性 股票	2020 年营业收入不低于 31.50 亿元	股票期权 86.82 万 股; 限制性股票	
			2021 年营业收入不低于 36.00 亿元	86.32 万股	
		2022 年营业收入不低于 40.50 亿元			

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

多方面调整优化, 经营状况显著改善。2018 年左右面膜行业竞争加剧, 且传统电商红利逐渐衰退, 公司业绩出现下滑, 2018-2019 年归母净利润同比下滑 18% 和 79%。2018 年至今, 公司通过管理团队调整、产品结构优化即减少对贴片式面膜的依赖, 大力推动非贴片式面膜和水乳霜膏品类产品的销售, 以及代运营新业务的拓展等多方面调整, 实现了业绩的触底反弹。2019Q4 公司营业收入达 8.36 亿元, 同比增长 30.74%, 同比增速由负转正。疫情影响下线上消费习惯的持续培养叠加代运营业务的持续放量, 公司 2020 前三季度业绩持续回升, 实现营业收入 23.41 亿元, 同比增长 48.53%; 实现归母净利润 0.72 亿元, 同比增长 862.76%。疫情促进了线上消费习惯的培养, 预计电商渠道红利仍具有一定的释放空间, 叠加品类结构优化和代运营业务的持续放量, 公司增长潜力有望持续释放。

图2: 御家汇营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图3: 御家汇归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

2. 强品牌培育能力支撑长期发展, 结构优化和全渠道融合打开新增长空间

2.1 强品牌培育能力促进品牌矩阵优势释放，品牌升级增强市场竞争力

内孵外延构建品牌矩阵，满足多样化市场需求。公司在不断巩固主品牌御泥坊的同时，自我孵化了包括小迷糊、花瑶花、师夷家、御泥坊男士及 PHP 等在内的一系列品牌，并外延扩张收购了台湾护肤品牌薇风，现升级为大水滴，实现了品牌矩阵的构建。小迷糊主要针对大学生群体，并通过增添彩妆、局部护理等快时尚产品，精准触达大学生的美妆需求；御 MEN 能够满足快速增长的男士护肤需求；薇风品牌来自于台湾，具有良好的口碑和影响力，帮助公司打开中高端面膜市场；HPH 顺应药妆兴起之风，能够有效满足“成分党”需求。通过多品牌的培育发展，公司的客群范围不断扩大，从最初的年轻女性客群进一步扩大到大学生群体、男士群体、轻熟抗老客群以及成分党等；产品品类不断丰富，现已涵盖面膜、水乳膏霜、彩妆、清洁洗护等多品类，实现了美妆护肤全品类覆盖；价格带扩大，覆盖了平价到中高端市场（30 元-600 元），满足了不同消费者的多样化需求。

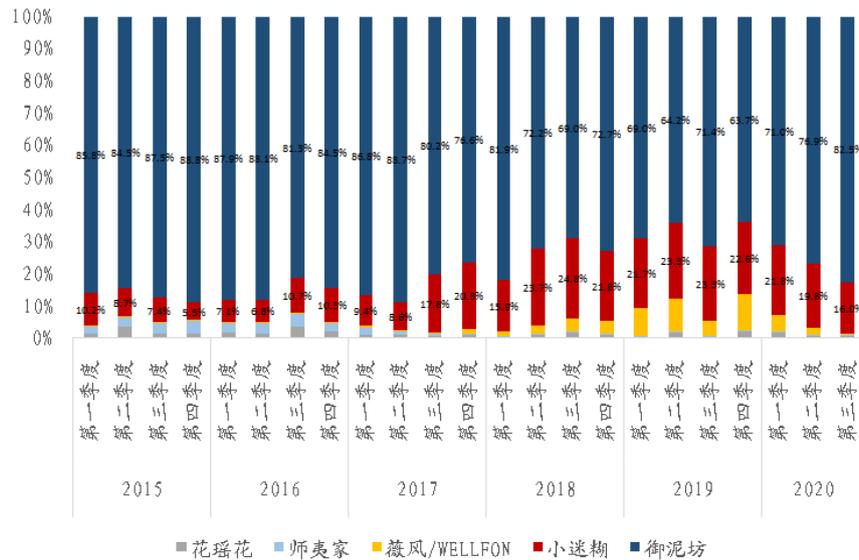
图4：御家汇品牌矩阵

品牌	创立时间	品牌特点	目标客群	主要品类	主打产品	产品定价	代表产品图示
 御泥坊	2006年	主打天然护肤，是公司最为成熟知名度最高的品牌	年轻客群	面膜、水乳霜膏、彩妆	氨基酸泥浆面膜	40-500	
 花瑶花	2011年	倡导以自然力量还肌肤花颜之美，无添加的民族品牌	年轻、抗初老客群	面膜、水乳膏霜	忍冬花睡眠面膜	80-300	
 小迷糊	2013年	简单、有效、快速、时尚	年轻客群（大学生）	面膜、水乳霜膏、彩妆	烟酰胺大白瓶水乳	50-300	
 BIG DROP 大水滴	2015年	专为呵护熬夜晚睡肌肤研制，主打补水修复	年轻客群	面膜、洁面、水乳、眼霜	熬夜面膜	100-300	
 御泥坊 MEN	2016年	独有配方，天然取材，匠心制造，主打男士护肤	男士	洁面、面膜	氨基酸男士洗面奶	30-160	
 HPH	2019年	小剂专研，高效易美，主打医美，修复	25-40岁客群	精华、面膜	小红针烟酰胺套装	99-599	

资料来源：公司公告、淘宝天猫，东兴证券研究所

卓越的品牌运营能力是公司核心竞争力之一，支撑多品牌良性运转快速成长。公司注重品牌的孵化和培育，专设“御泥坊品牌事业部”、“新锐品牌事业部”以及“国际品牌事业部等”进行品牌的培育和运营；擅长通过多种手段加强品牌宣传和推广营销，并针对不同品牌进行有针对性地挖掘和宣传，帮助塑造鲜明的品牌形象，扩大品牌影响力。主品牌“御泥坊”品牌自 2006 年创立以来，已具有较高的客户知名度和忠诚度，2010 年御泥坊天猫旗舰店成为第一家营收过亿的美妆店铺，2014 年成为天猫美妆年度最受欢迎面膜品牌，

2019年屈臣氏渠道销售额同比增长154.74%；“小迷糊”青春时尚的品牌形象已全面树立，深受00后年轻消费群体欢迎，2018年销售额同比增长83%，成为唯品会平台面膜单品销售TOP3；御MEN主打男士护肤的品牌定位吸引了众多男性消费者的关注，2020年上半年品牌天猫旗舰店销售额同比增长667.42%；薇风品牌2019年销售额同比增长84.36%；新锐品牌HPH2019年5月产品首发，在社交电商平台云集首次面世后，6分钟售出3.5w套，获得超1000万销售额。截至目前，公司已经培育出多个亿元级自有品牌，卓越的品牌孵化和培育能力支撑多品牌快速发展，并拉动销售额的快速提升。公司在品牌力塑造方面的能力将帮助品牌矩阵优势不断显现，多品牌增长潜力有望进一步释放。

图5：多品牌快速发展营收占比提升


资料来源：公司公告、淘宝天猫，东兴证券研究所

产品升级换代和新品打造同步推进，品牌升级带来产品单价提升。公司在传统面膜线上不断推进原有产品的升级换代，经典单品氨基酸泥浆面膜（非贴式面膜）和美白嫩肤面膜均已升级至第五代产品；2020年新推出九法净颜泥面膜，延续盛唐工艺，甄选泥浆良材伊利水云母，并配以中国风宫廷外包装，较原主打产品进一步升级，产品单价远高于传统涂抹式面膜。与此同时，公司不断推出创新产品，如金盏花花瓣面膜、小布丁面膜、雪莲修复冻干面膜等，丰富面膜产品矩阵，且新品的单价也较传统经典单品有所增加。在其他产品线上不断丰富品类，打造爆品，如2019年打造新品小红瓶美白系列，并先后开发眉笔、唇膜、喷雾等丰富产品线；御泥坊男士品牌全新升级为御MEN，打造了天猫男士类目口碑爆款竹炭洁面；HPH于2019年推出“线雕美白线”提拉修护胶原蛋白精华套组等，产品价格显著高于其他品牌的主要产品。

图6：御家汇产品升级换代



资料来源：公司公告、淘宝天猫，东兴证券研究所

产品的升级换代是保持产品吸引力和市场竞争力的重要途径，品牌升级带来量价齐升。氨基酸泥浆面膜于2007年上市，2020年4月完成第四次升级换代，热度至今不减，通过不断升级维持了产品的吸引力和市场竞争力。据天猫生意参谋数据显示，御泥坊氨基酸泥浆面膜在双十一当天1分钟卖出10万瓶，全年累计销售额超过700万瓶，是名副其实的“面膜销量冠军”。根据淘数据显示，2020年11月御泥坊淘系全网销售额高达2.63亿元，同比增长60%，其中销量同比增长38%，销售单价同比增长16%。花瑶花品牌淘系全网销量同比增长473%，销售单价同比增长9%。小迷糊品牌销售单价同比增长18%，但销量有23%的下滑。整体来看，公司核心品牌均取得了良好的销售表现，量价齐升拉动销售额高增。

表2：御家汇各品牌销售表现

2020年11月各品牌淘系全网销售表现						
品牌	销售额(万元)	销售额同比变化	销量(万件)	销量同比变化	单价(元)	单价同比变化
御泥坊	26339	60%	248.75	38%	105.88	16%
小迷糊	4002	-9%	47.19	-23%	84.81	18%
花瑶花	1280	522%	10.2	473%	125.48	9%

2020年11月各品牌天猫旗舰店销售表现						
品牌	销售额(万元)	销售额同比变化	销量(万件)	销量同比变化	单价(元)	单价同比变化
御泥坊	21530	85%	196.95	44%	109	29%
小迷糊	2841	-14%	33.3	-23%	85	12%
花瑶花	1280	522%	10.14	470%	126	9%

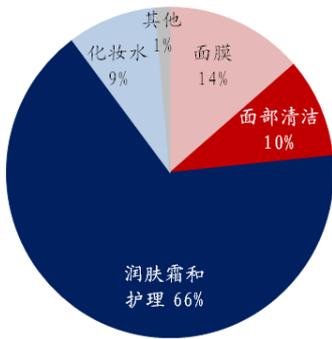
资料来源：淘数据、天猫官方旗舰店，东兴证券研究所

2.2 结构优化打开新空间，强品牌培育能力和产研投入提供核心支持

面膜品类历史增速高，但水乳膏霜市场体量大，预期增速快，拥有更大增长空间。2019年我国面部护理市场规模达到2129.92亿元，其中面膜品类市场份额为290.18亿元，占比12%；化妆水品类市场份额为187.61亿元，占比8%，润肤霜和护理品类市场份额为1414.4亿元，占比最高为58%。整体来看，水乳膏霜占整个面部护肤市场的绝大部分份额，拥有更大的市场体量。面膜子行业历史增速快，2014年-2019年CAGR高达16.3%，远高于护肤品行业的平均增速10.11%，中国已成为全球最大的面膜市场，在全球的市场份额

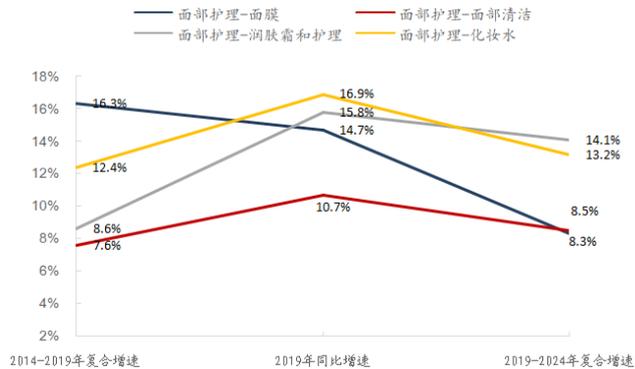
近 50%。但长远来看，面膜子赛道增速趋于放缓，行业红利有所衰退，面部护理行业中的水乳膏霜具有更大的增长潜力。Euromonitor 数据显示，预计面膜子行业 2019 年-2024 年 CAGR 为 8.3%，而化妆水和润肤霜子行业的 CAGR 分别高达 13.2%和 14.1%。

图7：中国护肤品市场构成



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

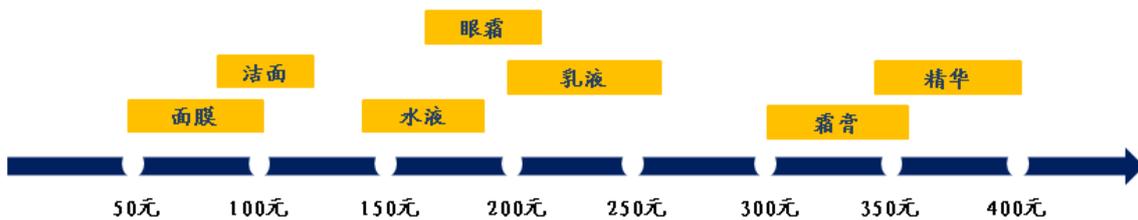
图8：水乳膏霜品类更具增长前景



资料来源：Euromonitor，东兴证券研究所

面膜品类是新晋品牌打开市场的最佳单品，水乳膏霜品类拥有更高的附加值，拓展该品类是品牌升级进阶的必由之路。据阿里平台数据以及《2019 年化妆品年度报告》数据显示，面膜品类热销单价最低，位于 50-100 元价格带；水乳品类热销单价位于 200-360 元；霜膏品类价格区间高达 300-360 元。面膜品类使用频率较高、单价低、消耗快，因此也具有试错成本低的特点，消费者更愿意在该品类上尝鲜，是新晋品牌打开市场的最强单品。但同时也具有客户黏性低，用户对品牌的专一度较差的问题，更适合作为前期推广引流产品。水乳膏霜使用周期长，具有高单价、高附加值的特点，且具有相对更高的客户黏性，发展水乳膏霜产品对于品牌长远发展和增加客户粘性具有重要意义。从单一面膜品类向水乳膏霜品类拓展，打造全品类美妆品牌，是品牌实现升级进阶的必由之路。

图9：各护肤品子品类价格带



资料来源：阿里平台数据、《2019 年化妆品年度报告》，东兴证券研究所

面膜品类整体增速放缓，但非贴片式面膜子行业存在较大成长空间。面膜品类按照形态可细分为贴片式、泥浆面膜、非泥浆水洗面膜、睡眠面膜等，传统贴片式面膜增速放缓，市场竞争加剧，但非贴片式面膜起步较晚，正处于需求爆发期，且行业参与者尤其是国外知名大牌较少，为国内品牌提供了良好的发展机遇。《2017 面膜发展趋势大数据报告》显示，2014-2016 年贴片面膜行业增速连续三年下滑，而新形态的面膜一直保持快速增长，其中撕拉式面膜增速高达 86%，泥浆面膜增速高达 42%，免洗睡眠式面膜增速为 17%。日韩、台湾以及国际知名面膜品牌均主打贴片面膜，很少涵盖涂抹式面膜产品，即使有少部分覆盖也位于较高价格带，与国内面膜品牌不会形成直接竞争，为国内面膜品牌发展非贴式面膜品类提供了良好的市场环境。

表3：主要品牌贴片式面膜和非贴片式面膜布局情况

类型	品牌	贴片面膜定价区间(元/片)	涂抹式面膜定价区间(元/罐)
国产专业面膜品牌	一叶子	4-12	69-99
	御泥坊	3-14	59-199
	膜法世家	4-10	59-139
	美即	3.5-12	60
国产综合美妆品牌	自然堂	5-17	/
	百雀羚	5-20	88
	珀莱雅	3.5-15	89
	佰草集	15-30	140-480
日韩及台湾面膜品牌	美迪惠尔	9-12	/
	SNP	6.5-11	/
	森田	5-13	/
	肌美精	16-22	/
国际面膜品牌	SK-II	120-140	/
	纪梵希	132-525	485
	Fresh	210-520	195-1315

资料来源：前瞻产业研究院，东兴证券研究所

传统面膜行业竞争加剧带来业绩下滑，公司面临转型需求。随着国外品牌的大量涌入和国内新锐品牌的诞生，面膜行业竞争加剧，集中度下降。2016年网络面膜销售额CAR5超25%，而2018年该数值下降到16%。公司的销售额排名虽然仍保持领先地位，但市场份额有所减少，从2016年的5.4%下降到2018年的3.6%，2019年1-11月天猫面膜销售额排名数据显示，公司位居第6位。面膜作为公司的传统主业，行业竞争的加剧也带来了公司业绩的下滑。

表4：线上面膜销售额排名情况

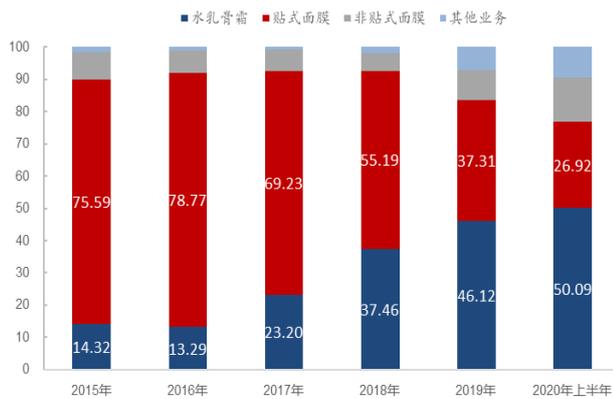
销售额排名	2016年品牌排名	2016年对应市场份额	2018年品牌排名	2018年对应市场份额
1	一叶子	7.10%	御泥坊	3.60%
2	膜法世家	6.80%	膜法世家	3.50%
3	御泥坊	5.40%	肌司研	3.20%
4	美迪惠尔	3.20%	一叶子	3.00%
5	韩后	2.80%	WIS	3.00%
6	丽得姿	2.60%	美迪惠尔	2.90%
7	百雀羚	2.30%	RAY	2.00%
8	美即	2.10%	春雨	2.00%
9	佰草集	1.40%	百雀羚	1.90%
10	温碧泉	1.40%	美即	1.90%

资料来源：星图数据，中商产业研究院，东兴证券研究所

在此背景下，公司进行战略调整，主动推进品类结构的优化。公司加强自有品牌的非面膜类产品的培育，推出了御泥坊红石榴水乳套装、清爽控油套装、美白水乳套装等；同时代运营业务合作品牌以销售水乳膏霜为主，共同带动水乳膏霜品类占比的快速提高。与此同时，公司加强面膜品类内部的调整布局，大力开发包括

泥浆面膜、睡眠面膜等在内的非贴片式面膜产品。整体来看，水乳膏霜品类增长迅猛，营收占比由 2015 年的 14.3%提高至 2020 年上半年超 50%；在面膜细分赛道上，非贴片式面膜占比不断提高，2020 年上半年占比达到 13.39%，贴片式面膜占比大幅下降，从 2015 年的 75.59%下降到 2020 年上半年的 26.92%。公司产品结构不断优化，抵御传统面膜行业激烈竞争的能力有所增强，且有望受益于非贴片式面膜品类和水乳膏霜品类的高速发展，打开新增长空间。

图10：产品结构不断优化



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图11：积极开发非贴片式面膜和非面膜品类产品



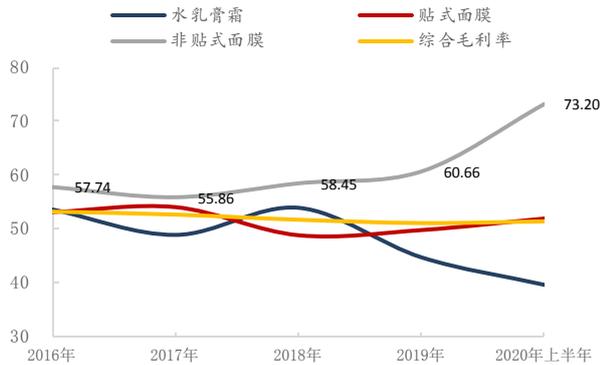
资料来源：公司公告、天猫，东兴证券研究所

卓越的品牌运营能力、在面膜领域的生产技术积累以及在产研方面的持续投入为公司新品类的发展提供了支撑。御家汇以面膜起家，在面膜细分赛道中具有较强的生产技术优势以及品牌优势，为非贴片式面膜的发展提供了有力支持。公司在非贴片式面膜领域具有较强竞争力，该品类毛利率不断提高，从 2017 年的 55.86% 提高到 2020 年上半年的 73.2%，有效弥补了毛利率较低的代运营业务占比提高对整体毛利率带来的影响，使得公司整体毛利率保持平稳。公司具有卓越的品牌培育和运营能力，为传统面膜品类的市场推广提供了核心动力，未来仍将会为非贴片式面膜和水乳膏霜品类提供长期支持。

与此同时，公司近几年来不断增加产研投入，正从以委托加工为主的生产模式向自主研发生产转型，为品类结构的调整优化提供生产技术支撑。公司拥有设计师上百人，研发团队 100 余人，自主研发多个护肤品配方技术及产品外包设计，获国家专利 30 余项。公司于 2014 年成立“御泥坊上海研发中心”，建立了御泥坊长沙研发实验室，由曾就职于宝洁、联合利华等知名日化企业研发工程师组成研发团队，并正在建造全球面膜智能生产基地，为面膜的生产以及全品类的拓展提供生产技术支持。

图12：非贴片式面膜毛利率持续走高

图13：生产技术支持



资料来源：Wind，东兴证券研究所



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

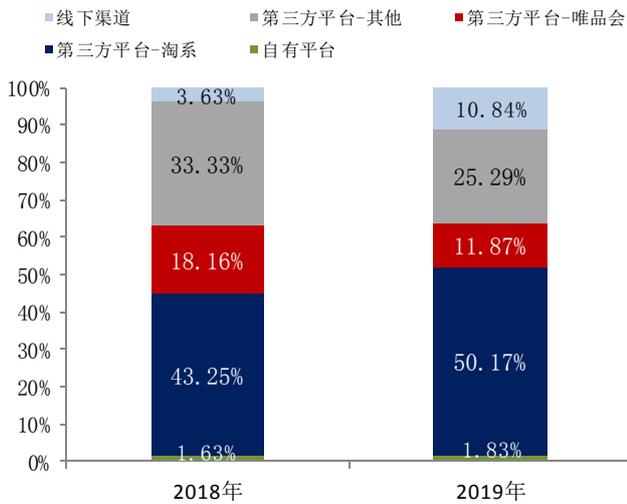
2.3 积极顺应时代变化拥抱新营销模式，建立全渠道销售体系

传统电商红利减弱，公司加强线下渠道建设，推动全渠道销售体系建设。线上渠道一直是公司最主要的销售渠道，2018年销售占比超90%，包括天猫、京东、唯品会等主流电商平台和自有平台。随着传统电商红利不断减弱，公司积极加强线下渠道建设和新市场的开拓，2020年上半年线下渠道销售占比达12.47%，较2018年的3.63%有大幅提升。百货、商超和专营店等是主要的线下销售渠道，与此同时，公司也在不断开拓直营门店。公司通过扩大渠道布局充分挖掘主品牌御泥坊的竞争力，2019年屈臣氏渠道销售额同比增长154.74%，并入驻兴盛优选、未来集市等社区渠道；小迷糊品牌通过校企活动等方式精准触达校园市场，为覆盖大学生等精准消费群体做出尝试。公司深耕线上渠道已积累了丰富经验，叠加线下渠道的积极铺建，公司线上线下全渠道融合有望共同助力业务腾飞。

公司通过多种营销手段加强品牌宣传和推广，助力销售额高速增长。拥抱新媒体营销，2019年公司与头部主播合作超70次，直播场数超8000场，短视频投放次数超过1200余条，合作的达人超过700人，一定程度上提高了公司品牌及产品的知名度。与此同时，加强了与抖音、小红书、哔哩哔哩等平台的合作，通过新社群和短视频将公司的品牌理念获得更广阔的传播。选用代言人王一博并在社交平台上发起“#白赚42.2万#”活动，凭借明星效应，社群营销，网红种草等各类手段使得2020年来小红瓶销量持续上升。2020年11月1日20点30分，御家汇旗下各品牌总销售额超过去年双十一全天；11月6日晚快手辛有志直播间，御泥坊氨基酸泥浆面膜一度创造了三秒钟抢空60万瓶的记录。公司充分利用社交媒体、网红直播、明星效应、私域流量等增强品牌影响力，积极拥抱新营销拉动业务增长。

图14：线上线下各渠道占比情况

图15：线上线下全渠道融合



资料来源：公司财报，东兴证券研究所



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

3. 代运营业务顺势而起，业务拓展与品牌发展双轮驱动

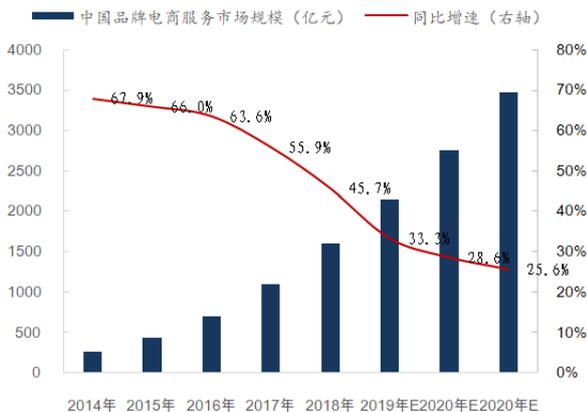
3.1 美妆代运营赛道优，公司业务发展迅速

乘电商之风代运营业务快速崛起，美妆品类更具优势增量空间广阔。随着网络零售蓬勃发展，品牌商对线上渠道的重视程度不断加强，营销手段也日益多样化复杂化，品牌运营商又称代运营服务商应运而生。代运营业务主要为品牌商提供专业的线上运营服务，帮助其快速打开线上销售空间，其模式主要分为经销、分销、代运营服务和品牌营销等。国际品牌由于对国内电商渠道玩法的生疏，对品牌服务商的需求比例高达80%-90%，国内品牌对品牌服务商的需求比例约20-30%，主要为中小品牌。2018年我国代运营业务市场规模为1613.4亿元，增速高达45.7%，未来增速或有小幅回落，但仍有望维持30%左右的增速。

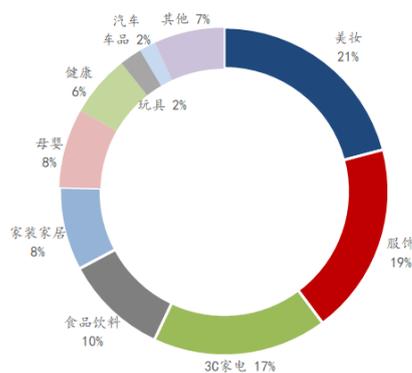
美妆品类占比最高，2019年占整个代运营品牌数量的20.9%，因其具有高单价、高毛利、标准化程度高且营销手段复杂多样的特点，为代运营业务提供了天然土壤。艾瑞咨询数据显示，美妆品牌商对代运营的需求度约50%-60%。而美妆品类也是佣金率最高的品类，佣金率高达15%-20%，远高于服饰类的10%-15%以及3C家电的2%-3%。未来随着国际品牌的不断涌入，国内新锐品牌的持续孵化，美妆代运营行业有望保持高速增长，增量空间广阔。

图16：我国品牌电商服务市场规模

图17：品牌电商服务中美妆品类占比最高



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所



资料来源：艾瑞咨询，东兴证券研究所

行业竞争较为激烈，龙头公司优势明显。品牌电商服务行业经过几年的高速发展，行业竞争格局已初步形成，具有规模优势、资金以及供应链实力的服务商快速崛起，形成了一定的竞争壁垒，头部效应凸显。艾瑞咨询数据显示，2018年我国电商服务商数量达7.2万家，2019年该数值增加到8.9万家，增速近10%，行业竞争较为激烈。第一梯队（四家）品牌电商服务商的GMV占比高达32%（2018年），行业龙头优势地位突出。天猫是代运营服务发生的最主要平台，2020年上半年天猫认证服务商1086家，天猫联合中国品牌榜、中国零售网公布的2020年上半年星级运营服务商名单显示，共有12家公司获得天猫六星级TP的称号。

图18：从天猫品牌服务商星级情况看行业格局



资料来源：天猫、中国经营报，东兴证券研究所

表5：2020年上半年天猫六星TP服务商部分介绍

2020年上半年天猫六星TP服务商部分介绍					
排名	公司名称	成立年份	主要品类	综合评分	合作品牌举例
1	宝尊电商	2007	服饰、美妆、3C、食品、建材、家电、汽车、互联网金融等	98	耐克、古驰、华为、POLA、植村秀、刻勤、松下电器等
2	索象中国	2003	服饰、酒水、食品、美妆、母婴等	98.2	
3	悠可UCO	2012	化妆品	97.11	雅诗兰黛、倩碧、娇韵诗、

修丽可、欧舒丹等					
4	凯杰电商	2010	母婴、玩具、食品、保健品、 宠物	96.44	
5	兴长信达	2000	汽车、家电、3C数码、母婴玩 具、服饰、食品	96.03	
6	青木科技	2011	服饰	94.24	
7	丽人丽妆	2007	化妆品	93.6	相宜本草、SHOO后、美宝莲、雪肌精等
8	百秋网络	2011	轻奢领域	92.65	
9	壹网壹创	2012	化妆品	91.38	百雀羚、伊丽莎白雅顿、OLAY、爱茉莉太平洋等

资料来源：天猫、中国经营报，东兴证券研究所

公司是代运营赛道的新晋者，近年来相关业务加速拓展。公司自2015年开始，借助多年电商运营经验开始代理海外品牌。2017年强生收购城野医生以后，公司获得了城野医生线上独家代理权。2018年推出独立开放平台“水羊国际”，为优秀品牌提供中国市场的全套解决方案。2019年明确了海外市场发展方向，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。

公司在与城野医生的合作中取得了优异表现，业务能力得到验证，代运营业务高速增长。2013年城野医生在上海开出首家内地店，但由于策略失误退出中国市场。2017年以跨境电商模式再次进军中国市场，并选择御家汇旗下的水羊国际作为品牌服务商，天猫海外旗舰店上线3个月销售额突破1000万元，2017年在天猫全平台业绩增长886%，2018年销售额同比增长117%，在天猫国际美妆品牌旗舰店排名第四。得益于城野医生品牌的巨大成功，公司的影响力不断增强，截至目前，水羊国际已服务超20个各具特色的品牌。2019年开始承接强生在中国的绝大部分消费品业务，截至2020年上半年工程街了包括大宝、李施德林、露得清、邦迪等在内的14个强生品牌，为强生提供线上全渠道服务。受益于代理业务的高速发展，公司境外收入占比逐年提升，2015-2019年营收从0.02亿元激增至5.43亿元，复合增速高达306%。

图19：代运营业务品牌矩阵



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

3.2 品牌经营和电商营销经验为代运营业务提供支撑，代运营业务为主品牌的成长赋能

以互联网起家的自有美妆品牌，积累了丰富的电商运营和品牌管理经验，为品牌代运营业务提供支撑。公司自创立之初就深耕互联网，将自身定位为“互联网+美妆”电商企业，与天猫、京东、唯品会等主流电子商务平台建立了良好的合作关系，并将多年的线上运营管理营销经验内部沉淀成运营手册，具备了可操作性和可复制性。与此同时，公司与主流品牌代运营商的差异点体现在公司自身孵化培育了多个品牌，具有卓越的品牌运营能力，有别于市场上大多数单一经营互联网运营和营销业务的代运营公司，形成差异化竞争优势。公司在品牌塑造和营销的过程中积累了丰富的资源，对于产品、品牌的理解和认知更为深入，能够更好地把握消费者的消费需求和喜好，并通过营销的手段将品牌和产品带到给消费者。综合来看，公司多年来的互联网销售经验为品牌代运营业务的发展提供了支撑，卓越的品牌运营能力提供了差异化竞争优势，共同助力代运营业务的发展。

品牌代运营业务反过来为主品牌赋能，加速自有品牌的成长。国际品牌代理不仅有助于推动公司业绩增长，同时公司能够在代运营的过程中学习海外品牌的发展经验和组织结构，为自有品牌的成长赋能，提高公司品牌的影响力。公司代运营的品牌大多为国际一流品牌，如强生旗下的城野医生、露得清等；意大利第一彩妆品牌 KIKO；芬兰第一护肤品牌 Lumen，在芬兰的市占率高达 40%；日本高端百货第一品牌 ALBION；法国高奢品牌 EVIDENS，主打产品为超级面膜；哈佛医学院科学家创立的品牌 ZELENS，主打粉底液产品等，能够为公司自有产品的设计开发提供思路，为自有品牌的孵化和升级赋能。在代运营业务中公司进一步发挥传统电商优势，同时为自有品牌发展提供有益借鉴，双轮驱动下有望实现长效发展。

4. 投资建议与风险提示

盈利预测：内部整合调整叠加外延拓张持续推进，公司业绩触底反弹，未来有望持续向好。我们预计公司 20/21/22 年公司实现收入 34.35/43.46/52.53 亿元，增速 42.42%/26.51%/20.87%，实现归母净利润 1.29/2.24/3.06 亿元，同比增速 374.57%/73.01%/37.07%，EPS 为 0.31/0.54/0.75，对应 PE 为 55.4/32.02/23.36，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：线上业务发展不及预期，电商竞争加剧。

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				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	1687	1490	1791	2193	2577	营业收入	2245	2412	3435	4346	5253
货币资金	463	362	586	652	788	营业成本	1085	1181	1570	1944	2311
应收账款	100	118	161	208	248	营业税金及附加	15	11	20	25	30
其他应收款	21	18	26	32	39	营业费用	847	1041	1477	1847	2206
预付款项	53	74	74	92	103	管理费用	104	103	152	189	231
存货	566	738	900	1165	1355	财务费用	6	14	1	3	13
其他流动资产	481	44	44	44	44	研发费用	46	44	61	74	88
非流动资产合计	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	营业利润	158	19	164	284	389
资产总计	1903	1843	2172	2558	2930	营业外收入	4.18	4.17	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	471	602	656	964	1229	营业外支出	0.42	0.11	0.00	0.00	0.00
短期借款	41	152	0	246	361	利润总额	162	23	164	284	389
应付账款	336	206	375	400	513	所得税	34	-3	35	60	82
预收款项	10	6	6	6	6	净利润	128	25	129	224	306
一年内到期的非流动负债	4	5	5	5	5	少数股东损益	-3	-2	0	0	0
非流动负债合计	36	25	25	25	25	归属母公司净利润	131	27	129	224	306
长期借款	29	24	24	24	24	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	507	627	681	989	1254	成长能力					
少数股东权益	-4	-2	-2	-2	-2	营业收入增长	36.38%	7.43%	42.42%	26.51%	20.87%
实收资本(或股本)	272	411	411	411	411	营业利润增长	-2.66%	-88.16%	775.85%	73.01%	37.07%
资本公积	754	630	630	630	630	归属于母公司净利润增长	-17.53%	-79.17%	374.57%	73.01%	37.07%
未分配利润	353	377	410	462	536	获利能力					
归属母公司股东权益合计	1400	1218	1493	1572	1678	毛利率(%)	51.67%	51.05%	54.29%	55.27%	56.01%
负债和所有者权益	1903	1843	2172	2558	2930	净利率(%)	5.68%	1.05%	3.76%	5.14%	5.83%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元						总资产净利率	6.87%	1.48%	5.95%	8.74%	10.46%
						ROE(%)	9.34%	2.23%	8.65%	14.22%	18.26%
经营活动现金流	-35	-209	135	-34	236	运营能力					
净利润	128	25	129	224	306	总资产周转率	1.63	1.29	1.71	1.84	1.91
折旧摊销	6.59	-54.35	10.13	8.65	8.65	应收账款周转率	23	22	25	24	23
财务费用	6	14	1	3	13	应付账款周转率	9.53	8.90	11.82	11.22	11.51
应收账款减少	0	0	-43	-47	-41	每股指标(元)					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.50	0.07	0.31	0.54	0.75
投资活动现金流	-513	162	101	5	1	每股净现金流(最新摊薄)	0.73	-0.42	0.55	0.16	0.33
公允价值变动收益	0	1	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.15	2.96	3.63	3.82	4.08
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	估值比率					
投资收益	20	14	0	0	0	P/E	37.16	265.43	59.13	34.18	24.93
筹资活动现金流	746	-125	-12	94	-102	P/B	3.61	6.27	5.11	4.86	4.55
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	25.67	63.46	40.35	24.49	17.60
长期借款增加	0	0	0	0	0						
普通股增加	152	139	0	0	0						
资本公积增加	634	-124	0	0	0						
现金净增加额	198	-173	224	66	136						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

5. 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

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016年1月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于旅餐饮旅游、免税及教育领域研究。

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