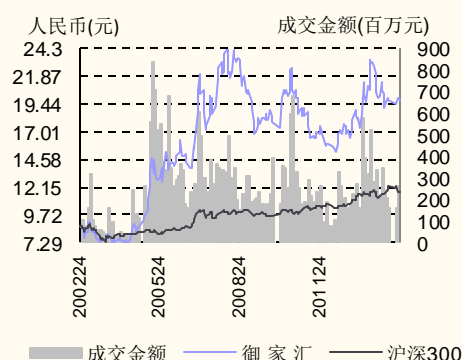


市场价格 (人民币): 19.85 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	4.11
已上市流通 A 股(亿股)	3.77
总市值(亿元)	81.60
年内股价最高最低(元)	24.30/7.29
沪深 300 指数	5580
创业板指	3112



“自有品牌+代运营业务”，双轮发展动力足

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,245	2,412	3,717	5,112	6,385
营业收入增长率	36.38%	7.43%	54.11%	37.51%	24.91%
归母净利润(百万元)	131	27	141	234	312
归母净利润增长率	-17.53%	-79.17%	417.55%	66.43%	33.25%
摊薄每股收益(元)	0.481	0.066	0.34	0.57	0.76
每股经营性现金流净额	-0.13	-0.51	0.10	0.12	0.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.34%	2.23%	9.20%	14.03%	16.81%
P/E	38	143	57	34	26
P/B	3.52	3.20	5.22	4.78	4.30

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司为专业的线上护肤品牌商，利用线上运营优势拓展代运营业务：旗下共 7 个自有品牌，以护肤为主，尤其是贴片面膜，其中主品牌御泥坊 2019 年面膜市占率 4.9%、排名第三；16 年拓展海外品牌代运营业务，18 年成立水羊国际加速推进该业务，19 年全面承接强生集团中国区品牌线上业务，覆盖大众到高端、个护到护肤、彩妆等，以零售模式为主、管理模式为辅。19 年面膜、水乳面霜、品牌管理营收规模占比分别为 48%、46%、6%，线上、线下渠道营收占比分别为 89%、11%。获益于自有品牌复苏、强生集团中国区线上代运营业务增量，快报 20 年营收增 54%，净利率修复、由 19 年的 1.05% 提升至 20 年 3.79%。
- 主品牌御泥坊 20 年现复苏，小品牌全面升级：自有品牌业务 19 年调整，主要为产品以贴片式面膜为主、结构单一，品类壁垒低；获益内部人才及组织结构的优化、发力非贴片式面膜，20 年主品牌御泥坊现复苏、增长靓丽，成功打造爆款氨基酸泥浆面膜，1~3Q20 同增 41%，3Q20 同增 80%，4Q20 天猫旗舰店销售额同增 125%、21 年 1 月低基数下同增 226%；其他小品牌全面升级，20 年营收过亿元的有小迷糊、大水滴、御 MEN，此外 19H1 迎合行业趋势推出的功效性护肤品牌 HPH 重点打造精华/冷敷贴等景气品类。
- 19 年与强生达成战略合作，代运营业务内生外延增长动力足：线上代运营业务，早期以海外小众品牌为主，17 年代运营强生集团城野医生、成功打造 Labo 水，获强生认可，19 年新增强生品牌数量 10+，20 年内延、外生均有贡献、李施德林及露得清等增长靓丽，20 年强生业务预计贡献 10 亿元。未来随着双方合作的进一步深入、代运营业务有望向好发展。

投资建议

- 公司起家线上面膜自有品牌销售，具有深厚及出色的线上运营经验，对公司自有品牌与代运营业务形成支撑。预计公司未来自有品牌持续好转，代运营业务持续放量、尤其是帮助强生优化中国线上业务带来增量，预计 20~22 年 EPS 分别为 0.34、0.57、0.76 元，参考同业估值、建议给予 21 年 50 倍 PE，对应目标价 28.50 元，给予“买入”评级。

风险提示

- 营销投放/新品销售不及预期；限售股解禁；董事长股票质押；汇率波动。

李婕 分析师 SAC 执业编号: S1130520110003
lijie6@gjzq.com.cn

罗晓婷 分析师 SAC 执业编号: S1130520120001
luoxiaoting@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

公司自有品牌业务复苏，预计未来公司自有品牌业务将持续好转，主品牌御泥坊毛利率将回升，小品牌未来随着规模体量增大，实现盈利后可贡献净利。

代运营业务方面，公司一方面与强生达成战略合作，21 年将更多的优化强生的产品结构，强生业务的贡献更多来自于合作品牌的内生成长；此外，公司还积极拓展海外小众品牌代运营，预计继续贡献增量。

具体预测来看，我们假设 20~22 年公司自有品牌业务营收增速分别为 50.55%、32.78%、18.11%；代运营经销模式营收增速分别为 50.00%、35.00%、25.00%；代运营管理模式营收增速分别为 110%、80%、60%。

毛利率获益自有品牌复苏、代运营品牌规模效应凸显，假设 20~22 年毛利率分别为 54.96%、56.24%、57.05%。销售费用率未来将呈现提升态势；管理费用率将呈现下降趋势、研发费用率呈现下降趋势。假设 20~22 年销售费用率为 43.86%、44.50%、45.00%，管理费用率为 3.60%、3.00%、3.10%，研发费用率为 1.42%、1.10%、1.10%。

■ 本文的主要贡献

详细梳理了公司自有品牌定位、规模、近年业绩表现、盈利情况、天猫旗舰店销售表现。

详细梳理了公司海外品牌代运营业务的发展历程，重点客户强生集团的合作模式与合作表现。

■ 股价上涨的催化因素

自有品牌表现超预期；代理品牌业务超预期。

■ 估值和目标价格

公司起家线上面膜自有品牌销售，具有深厚及出色的线上运营经验，对公司自有品牌与代运营业务形成支撑。4Q18~3Q19 持续调整，进行内部人才与组织的优化，以适应行业的快速变化，4Q19 至 21 年 1 月最新数据均显示公司业绩表现回暖，其中自有品牌御泥坊成功打造爆款，小迷糊、花瑶花、御 MEN、大水滴等全面升级、期待放量；代运营业务 19 年陆续承接强生大部分品牌业务，20 年内延、外生均有贡献、李施德林及露得清等增长靓丽，预计未来随着双方合作的进一步深入、代运营业务有望向好发展。

综上，预计公司未来三年净利年均复合增速为 126%（19 年基数较低），预计公司 20~22 年 EPS 分别为 0.34、0.57、0.76 元，当前股价对应 21 年 PE 为 35 倍，参考同业估值、建议给予 21 年 50 倍 PE，对应目标价 28.50 元，给予“买入”评级。

■ 投资风险

营销投放/新品销售不及预期；限售股解禁；董事长股票质押；汇率波动。

内容目录

1、公司概况：专业线上护肤品牌商，业绩 4Q19 现复苏.....	4
1.1、业务概况：起家线上面膜自有品牌，拓展品类、代理国际品牌.....	4
1.2、历史财务：18、19 年调整，快报 20 年营收同增 54.11%、净利同增 418%.....	4
1.3、同业对比：营收规模处中游，净利率水平待修复.....	6
2、自有品牌业务：主品牌御泥坊 20 年复苏，其他品牌全面升级.....	6
2.1、主品牌：御泥坊打造爆款、增长靓丽，小迷糊全面升级、期待拐点.....	7
2.2、小品牌：再定位，发展势头良好，体量规模待扩充.....	9
3、代运营业务：与强生集团达成战略合作，内生外延成长可期.....	10
3.1、历史发展：16 年试水，18 年成立子公司加速推进代运营业务.....	10
3.2、重点客户：19 年全面代理强生中国区线上业务.....	11
4、盈利预测与投资建议.....	12
4.1、盈利预测.....	12
4.2、相对估值.....	12
4.3、投资建议.....	13
5、风险提示.....	13

图表目录

图表 1：公司自有品牌.....	4
图表 2：2019 年公司分品类/业务营收（亿元）及占比.....	4
图表 3：2019 年公司分渠道营收（亿元）及占比.....	4
图表 4：公司营收及同比增速.....	5
图表 5：公司归母净利及同比增速.....	5
图表 6：公司分品类营收增速.....	5
图表 7：公司分品类营收占比.....	5
图表 8：公司盈利指标.....	6
图表 9：公司存货、应收账款周转率.....	6
图表 10：1~3Q20 可比公司财务指标.....	6
图表 11：公司自有品牌介绍、营收规模体量及成长性.....	7
图表 12：御泥坊营收及同比增速.....	8
图表 13：御泥坊天猫旗舰店销售额及同比增速.....	8
图表 14：小迷糊营收及同比增速.....	8
图表 15：小迷糊天猫旗舰店销售额及同比增速.....	8
图表 16：小迷糊全面升级.....	9
图表 17：小迷糊面膜代言人.....	9
图表 18：公司国际品牌代理业务.....	11
图表 19：公司代理的国际品牌天猫旗舰店/海外旗舰店销售额同比增速.....	12
图表 20：化妆品公司估值表.....	13
图表 21：首发股股东限售股 21 年 2 月 8 日解禁情况.....	14

1、公司概况：专业线上护肤品牌商，业绩 4Q19 现复苏

1.1、业务概况：起家线上面膜自有品牌，拓展品类、代理国际品牌

公司前身御家汇有限成立于 2012 年 11 月。公司主要从事化妆品的研发、生产与销售，产品品牌主要包括“御泥坊”、“小迷糊”、“大水滴”、“御 MEN”、“花瑶花”、“HPH”（2019 年推出定位功效性护肤品）等，其中“御泥坊”、“小迷糊”营收超亿元、为公司主要自有品牌，2019 年御泥坊在我国面膜行业市场占率 4.9%、排名第三。

图表 1：公司自有品牌

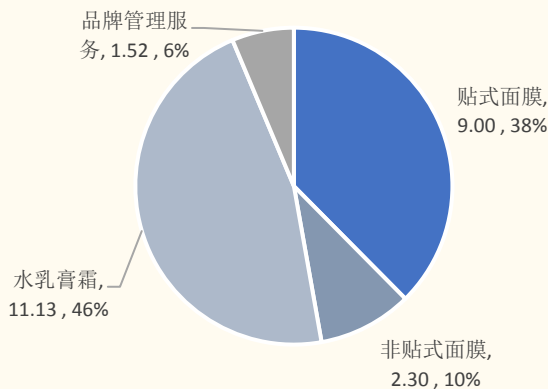


来源：公司官网，国金证券研究所

产品品类覆盖面膜、水乳膏霜、彩妆、个护清洁等化妆品领域。2019 年公司面膜、水乳膏霜等营收规模分别为 11.30 亿元、11.13 亿元，营收占比分别为 48%、46%，此外公司还有部分品牌管理服务收入（公司彩妆及个护清洁等品类来自于公司自有品牌以及代理品牌，营收规模未单独披露）。

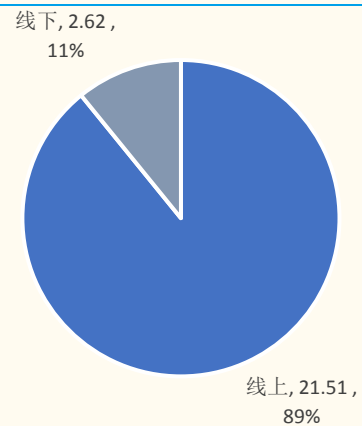
在销售渠道上，公司起家线上、后拓展线下渠道。当前公司销售渠道以线上为主，与天猫、淘宝、京东、唯品会、云集、拼多多等主流电商平台建立了深度合作关系。同时，公司积极布局线下，产品在屈臣氏、沃尔玛、家乐福、万宁、各大城市化妆品专营店及公司直营店等上架销售，实现线上线下渠道全覆盖。2019 年公司线上、线下渠道营收分别为 21.51 亿元、2.62 亿元，营收占比分别为 89%、11%。

图表 2：2019 年公司分品类/业务营收（亿元）及占比



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：2019 年公司分渠道营收（亿元）及占比



来源：Wind，国金证券研究所

此外，公司 2015 年开始代理国际品牌线上业务，2018 年成立水羊国际、加速国际品牌线上代运营业务，为海外美妆品牌提供中国市场的全套解决方案和执行方案，覆盖从轻奢到平价的美妆护肤全品类。目前公司合作的海外品牌数量超过 20 个，并且与强生集团形成战略合作、负责强生在中国的线上业务。

1.2、历史财务：18、19 年调整，快报 20 年营收同增 54.11%、净利同增 418%

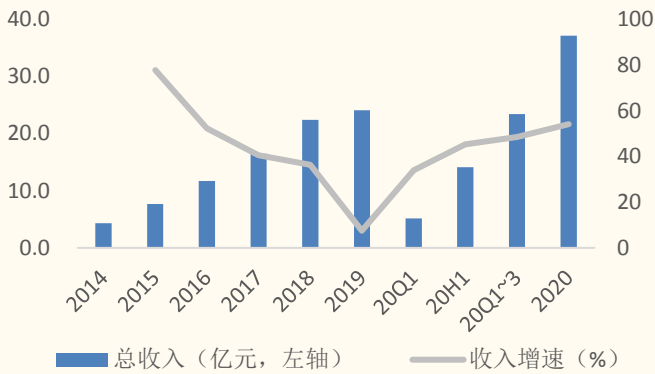
公司 2017 年以前营收与净利均保持快速增长，4Q18 公司营收增速大幅放缓、1Q18 净利率同比下降、净利增速环比放缓，至 4Q18 出现同比下滑，业绩调整持续至 3Q19，主要为品类渠道结构过于单一、抗风险能力弱。

4Q19 营收增长提速至 31%、净利降幅收窄，进入 20 年、前三季度营收增速持续提升、净利率持续提升、净利在低基数下呈现爆发式增长。4Q19 以来业绩回暖、20 年以来业绩提速增长主要原因为自有品牌（尤其是主品牌御泥坊）表现改善以及 19 年陆续接手强生集团旗下品牌线上业务、20 年在公司运营下内生改善。

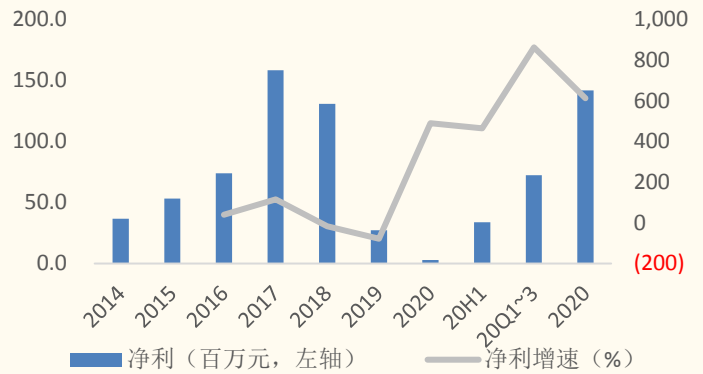
2018、2019 公司营收增速分别为 36.38%、7.43%，净利增速分别为 -17.53%、-79.17%。

快报 20 年营收 37.17 亿元、同增 54.11%，归母净利 1.41 亿元、同增 417.58%。20Q1~4 各季度营收同增 34.03%/52.86%/53.60%/64.6%、持续提速，净利同增 490%/462%/2398%/248%，净利率水平持续改善，20Q1~4 各季度 0.3%/3.5%/4%/5%。

图表 4：公司营收及同比增速



图表 5：公司归母净利及同比增速



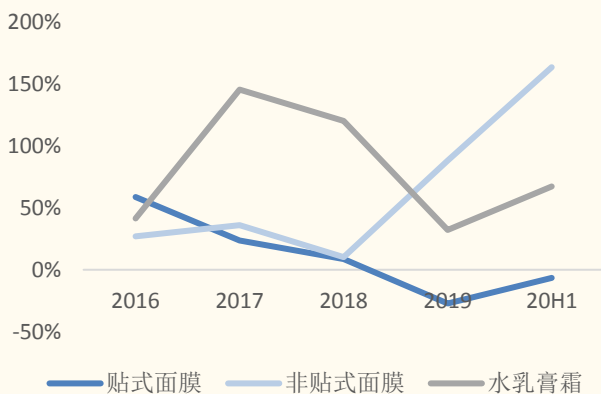
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

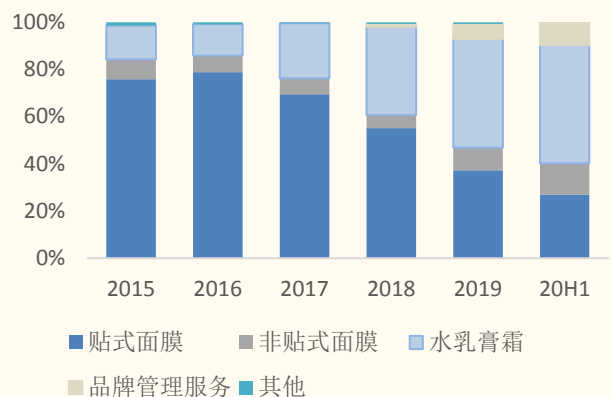
分品类营收增速看，公司 4Q18 营收增速开始放缓并持续至 3Q19 主要为贴片式面膜增长承压，主要为贴片式面膜门槛相对较低、竞争激烈，护肤品牌拓展贴片式面膜、并将其作为配赠产品进一步分流了专业面膜品牌的客流。2017 年以来公司贴片式面膜增速不断放缓，18 年放缓至低个位数、同比增 8.72%、19 年同比下滑 27.39%、20H1 降幅收窄至 6.62%。

4Q19 至今公司营收增长提速，主要为非贴面式面膜及水乳霜膏业务等高速发展、营收占比持续提升，其中非贴片式面膜领域公司 20 年成功打造全网销量第一的氨基酸泥浆面膜，月销量超过 50 万瓶。

图表 6：公司分品类营收增速



图表 7：公司分品类营收占比



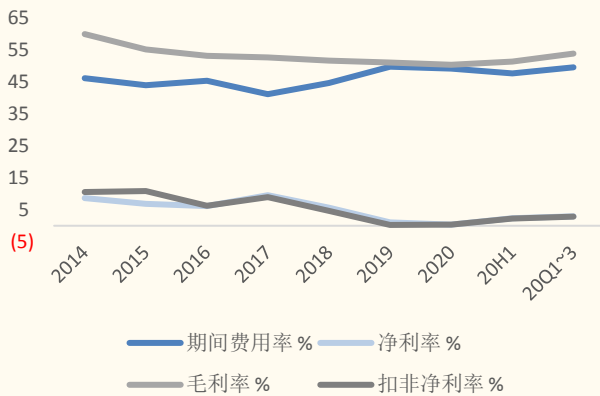
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

2018、2019 年公司毛利率降、销售费用率升导致净利率水平下降，2020 年前三季度毛利率回升、销售费用率下降、净利率水平持续改善。2019 年公司毛利率、销售费用率、净利率分别为 51.05%、43.15%、1.05%，1~3Q20 分别为 53.87%、43.65%、3.01%，20 年全年净利率进一步提升至 3.79%。

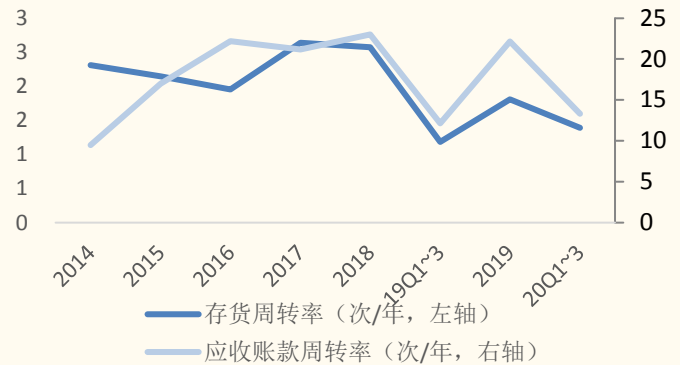
1~3Q20 公司存货周转率、营收账款周转率均较上一年同期提速。

图表 8：公司盈利指标



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：公司存货、应收账款周转率



来源：Wind，国金证券研究所

1.3、同业对比：营收规模处中游，净利率水平待修复

公司主营自有品牌及代运营业务，其中自有品牌业务可比公司有珀莱雅、丸美股份、华熙生物、上海家化等，代运营主业可比公司有壹网壹创、丽人丽妆等。

对比主要公司的 1~3Q20 财务指标看：

1) 规模：公司营收规模处于可比公司中游，净利低于可比公司、主要为业绩仍处于恢复期、净利率水平较低。

2) 成长性：20 年前三季度公司营收及净利增速高于同业，主要因上一年同期基数较低。

3) 盈利性：公司销售费用率在同业中处于较高水平、管理费用率处于较低水平；净利率水平处于较低水平。

4) 运营性：存货周转天数高于同业，主要为公司自有品牌业务主要以线上自营为主，代运营业务以零售模式为主；应收账款周转较快、处于可比公司下游。

图表 10：1~3Q20 可比公司财务指标

公司	营收 (亿元)	营收 增速	净利 (百万元)	净利 增速	毛利率 (%)	销售费用 率 (%)	管理费用 率 (%)	净利率 (%)	存货周转天 数 (天)	应收账款周转天 数 (天)
珀莱雅	22.91	10.14	285.00	18.40	61.72	35.73	8.48	12.05	104.77	25.40
丸美股份	11.37	-6.13	337.96	-5.35	67.44	33.04	7.87	29.71	117.99	1.03
华熙生物	15.96	23.96	437.57	5.19	80.88	40.43	11.91	27.38	322.31	59.99
上海家化	53.62	-6.51	312.12	-42.25	61.50	45.24	11.35	5.82	128.44	61.66
壹网壹创	8.25	4.38	163.84	82.28	43.90	13.37	5.88	21.26	68.11	51.18
丽人丽妆	24.64	9.72	191.62	-2.15	38.92	25.84	2.90	7.68	117.82	9.55
御家汇	23.41	48.53	72.28	1089.20	53.87	43.65	5.17	3.01	194.24	20.25

来源：Wind，国金证券研究所

2、自有品牌业务：主品牌御泥坊 20 年复苏，其他品牌全面升级

公司旗下自有品牌共有 7 个，其中营收规模过亿的有御泥坊及小迷糊，此外，还有民族特色品牌花瑶花、台湾补水修复品牌大水滴、专业男士护肤品牌御 MEN 及师夷家，2019 年新推出的功效性护肤品 HPH。

图表 11：公司自有品牌介绍、营收规模体量及成长性

品牌	品牌介绍	主要产品	主力价格带	营收规模			成长性			
				17 年收入 (亿元) (占比)	19 年品牌 经营主体子 公司营收 (亿元)	19 年品 牌经营主 体子公司 净利(万 元)	14~17 年营收 年均复 合增速	18 年业 绩表现	2019 年 品牌天 猫旗舰 店销售 额增速	2020 年 品牌天 猫旗舰 店销售 额增速
御泥坊	天然护肤品牌	面膜、水乳膏霜	99~200	11.49 (70.04%)	9.52	370.89	43.72%	收入平稳 增长	-24%	88%
小迷糊	独立 IP (MHO O) 品牌	面膜、水乳膏霜	40~150	2.18 (13.3%)	3.17	-1400	94.53%	整体销售 同增 83%	-43%	-3%
大水滴 (原名薇 风)	台湾补水 修复品牌	面膜、水乳膏霜	99~300	0.10 (0.58%)	0.51	-959	295.40 %	整体销售 同增超 500%	-	-
御 MEN (原名御 泥坊男 士)	专业男士 护肤品牌	面膜、水乳膏霜	49~150	-	0.38	-268	-	-	-	-
花瑶花	民族品牌	面膜、水乳膏霜	100~300	0.20 (1.23%)	0.33	-631	25.25%	收入同增 70%	-	117%
HPH	功效性护 肤瓶	精华、冷敷贴	150~500	-	-	-	-	-	-	-
师夷家	专业男士 护肤品牌	面膜、水乳膏霜	-	0.11 (0.67%)	-	-	-	-	-	-

来源：Wind，国金证券数据中心，品牌天猫旗舰店，国金证券研究所

注：花瑶花 2020 年天猫店销售额增速实际为 2~4Q20 累计销售额增速，缺失 1Q20 数据；主力价格为单品价格、不包含套装总价。

2.1、主品牌：御泥坊打造爆款、增长靓丽，小迷糊全面升级、期待拐点

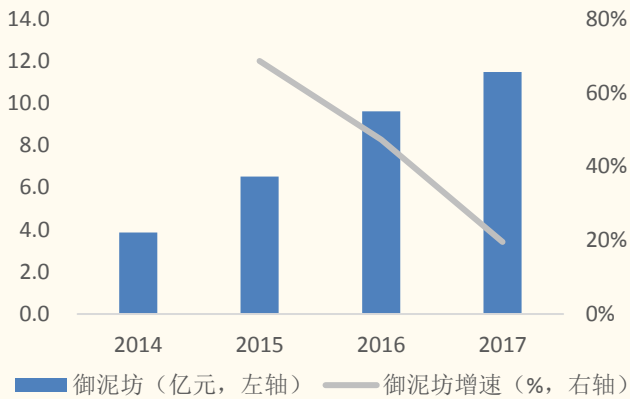
■ 主品牌御泥坊成功打造爆款氨基酸泥浆面膜、拉动 20 年靓丽增长

主品牌御泥坊创立于 2006 年，主打矿物质护肤，定位 18~45 岁女性人群。早期主要品类为面膜，渠道主要以淘宝、天猫等阿里系平台为主，营销主要通过湖南卫视等热门节日赞助为主（2010 年御泥坊登陆湖南卫视王牌综艺之一《天天向上》）。

2014~2017 年御泥坊保持快速增长，营收年均复合增速为 44%，2017 年营收规模首超 10 亿元、为 11.49 亿元（2018 年公司不再披露分品牌营收）。预计 2018、2019 年均持平/略有下滑，2019 年公司披露御泥坊经营主体子公司“湖南御泥坊化妆品有限公司”营收 9.52 亿元、净利 3701 万元、对应净利率 0.39%。1~3Q20 御泥坊品牌营收同比增 41%。

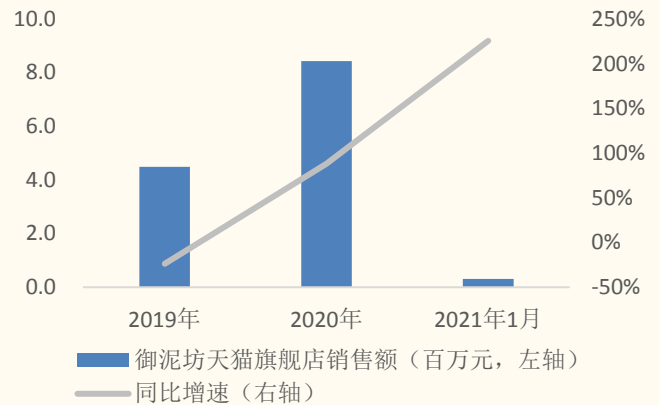
据国金证券数据中心，2019 年御泥坊天猫旗舰店销售额同降 24%、2020 年同增 88%、恢复良好增长态势，主要获益于爆款氨基酸泥浆面膜、贡献店铺全年销售额的 36%、月均销量 27 万瓶。2021 年 1 月其天猫旗舰店销售额同增 226%。

图表 12: 御泥坊营收及同比增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 御泥坊天猫旗舰店销售额及同比增速



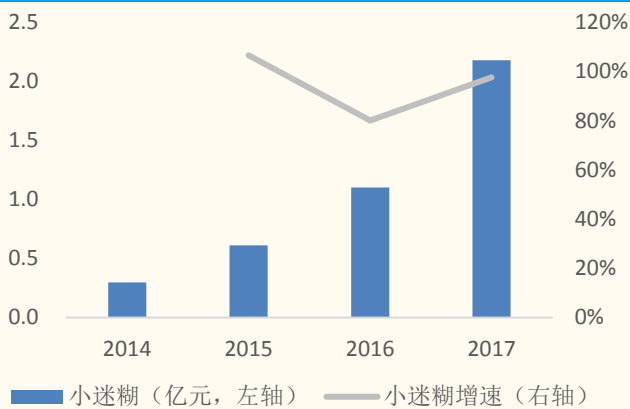
来源: 国金证券数据中心, 国金证券研究所

■ 第二大品牌小迷糊 20 年全新升级、天猫店销售额降幅收窄

公司第二大自有品牌小迷糊为独立 IP 品牌, 拥有自主创意形象“小迷糊”, 定位较主品牌更年轻。

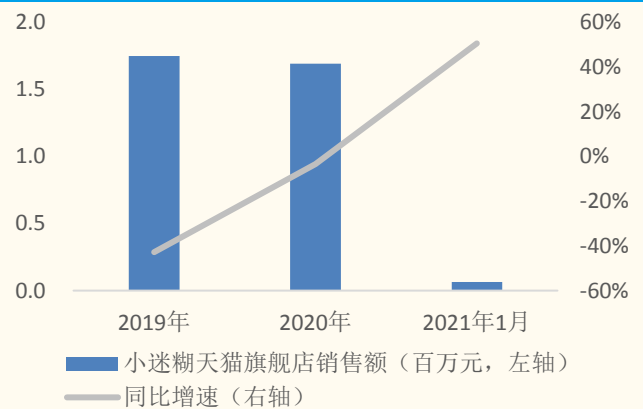
2014~2017 年小迷糊营收年均复合增速为 95%, 2016 年营收规模突破亿元、2017 年营收为 2.18 亿元。2018 年品牌总体销售同比增 83%、对应营收规模为 3.98 亿元。据国金证券数据中心, 2019 年小迷糊天猫旗舰店销售额同比降 43%。小迷糊经营主体子公司“长沙小迷糊化妆品有限公司”19 年营收 3.17 亿元、净利亏损 1400 万元, 尚未实现盈利, 20H1 营收 1.42 亿元、净利亏损 1011 万元。

图表 14: 小迷糊营收及同比增速



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 小迷糊天猫旗舰店销售额及同比增速



来源: 国金证券数据中心, 国金证券研究所

1Q20 “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; 同时积极拥抱新媒体、新营销, 通过短视频植入、网红直播、开发 IP 周边衍生品、影视剧植入等方式加强品牌推广。20 年全年天猫旗舰店销售额降幅收窄至-3%, 2021 年 1 月同比增 51%。

研发方面聘请新加坡博士研究团队, 首席研发师为何广文, 为新加坡国立大学、美国伊利诺伊大学双博士, 曾任新加坡国立科学院资深科学家。聘请新生代明星赵露思为小迷糊面膜代言人, 进一步增强品牌在年轻人中的号召力。

图表 16: 小迷糊全面升级



旧包装

新包装

图表 17: 小迷糊面膜代言人



来源: 品牌天猫旗舰店, 国金证券研究所

来源: 品牌天猫旗舰店, 国金证券研究所

2.2、小品牌: 再定位, 发展势头良好, 体量规模待扩充

■ 御泥坊男士 19H2 升级为御 MEN

御泥坊男士为公司旗下专业的男士护肤品牌, 2019 年下半年全新升级为御 MEN。此外公司旗下其他男士护肤品牌有师夷家(2021 年 1 月天猫旗舰店已关闭)。

2019 年品牌经营主体子公司“御泥坊男士”全年营收 3760 万元、净利亏损 268 万元。

2020 年上半年天猫旗舰店销售额同增 667.42%, 其中竹炭洁面液爆款单品排名天猫男士洁面类目第三。

■ 薇风 20H1 更名为大水滴

薇风品牌创始人为台湾资深药师何海, 2001 年创立品牌, 并逐步成为中国台湾知名面膜品牌, 2009 年进入中国大陆市场。2015 年公司成立香港子公司开始运作薇风品牌, 在台湾委托工厂生产面膜、最终销售给中国台湾及大陆的终端消费者。并于 2016 年底开通公司自营的薇风天猫旗舰店。

薇风品牌发展迅速, 2015~2017 年营收年均复合增速为 130%、2017 年营收规模为 952 万元。2019 年薇风品牌在中国大陆地区的经营主体子公司营收 5105 万元、净利亏损 959 万元。

20 年上半年品牌全线升级 BIGDROP 大水滴, 公司自营的大水滴天猫旗舰店 20 年 5 月初开始试运营(品牌海外旗舰店也更名为“大水滴海外旗舰店”), 主力产品大水滴面膜月销 5000 件。

■ 花瑶花重新定位, 天猫店增长靓丽

公司旗下还有民族特色品牌“花瑶花”, 体量较小, 2017 年营收规模为 2013 万元, 2018 年收入同比增 70%, 2019 年品牌经营主体子公司“湖南花瑶花”营收 3264 亿元、净利亏损 631 万元。

品牌及产品全面升级, 原来的外包装较为独特, 当前品牌重新定位以花/植物养肤, 如忍冬花系列(睡眠面膜/眼贴膜/隔离素颜霜等)、玫瑰系列(精油/精华/睡眠面膜等)。

据国金证券数据中心, 2~4Q20 各季度花瑶花天猫旗舰店销售额增速分别为 48.18%、192.90%、117.51%。

■ 19H1 推出功效性护肤品牌 HPH

针对功效性护肤品行业趋势，公司 19H1 推出相关品牌 HPH。2019 年 9 月上线品牌天猫旗舰店，目前产品有 3 款、分别为血清蛋白精华液（小红针精华液）、蛋白线线雕精华液、医用冷敷贴，其中天猫店累计销量最高的为小红针精华液，截止 21 年 2 月 18 日销量为 3+ 万瓶。

3、代运营业务：与强生集团达成战略合作，内生外延成长可期

3.1、历史发展：16 年试水，18 年成立子公司加速推进代运营业务

公司 2016 年开始代运营海外品牌，首个代理品牌为韩国面膜品牌丽得姿，营收规模 3853 万元，2017 年新增强生集团旗下的护肤品牌城野医生、代理业务营收突破 2 亿元。

2018 年中成立水羊国际平台加速推进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，运用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。2019 年新增跨境出口业务，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%。

目前公司代运营品牌客户以海外小众品牌为主，覆盖大众到高端，品类覆盖个护、护肤、彩妆等，其中较大的客户为强生集团（公司 2019 年开始全面承接强生集团在中国的线上业务）。

公司代运营业务主要有两种模式：1) 零售模式：合作的品牌/公司有强生集团多数品牌以及其他小众品牌，例如法国轻奢品牌 EviDenS、芬兰护肤品牌 LUMENE、英国护肤品牌 ZELENS、意大利彩妆品牌 KIKO 等；2) 管理模式：合作的品牌/公司有奥尔滨（代运营奥尔滨海外旗舰店）、LG 生活与健康（20 年中开始接受其天猫国际旗舰店）、强生集团少部分品牌。

图表 18：公司国际品牌代理业务



来源：公司官网，国金证券研究所 注：合作品牌情况依据公司官网与公告，部分品牌未在上图中列示

3.2、重点客户：19 年全面代理强生中国区线上业务

公司 2017 年首次代理强生集团旗下的日本护肤品牌城野医生，公司成功打造爆款产品橘子水，1Q18 新增强生集团旗下的洗护发品牌 OGX 线上独家代理权。

强生集团内部加强中国本土化战略、看中公司较强的线上代运营能力，公司与强生集团达成战略合作关系，全面代理强生集团在中国区的线上业务，目前合作的品牌数量为 16 个，合作模式以零售模式为主、还有部分管理模式。

公司帮助强生集团进行品牌、产品、运营、市场的提升与优化，使其更迎合中国本土消费者，多数品牌由公司接手后经过提升与优化、价格平均提升 20% 左右，销售表现均同比改善：1) 公司帮助城野医生成功打造爆款产品 Labo 水，近年随着国内成分党的兴起，公司再次打造 377 精华，2020 年双 11 李佳琪预售接近 10 万支。2) 19 年 6 月初公司开始代运营李施德林，3Q20 销售额同增 230%、全网 GMV 同比增 134%。3) 1Q20 公司新增露得清代运营，3Q20 实现 4000 万营收、较 3Q19 几百万营收有大幅提升。

2020 年全年强生集团贡献公司代理业务营收预计为 10 亿元。2021 年公司将协助强生集团进行更多的产品线优化，未来公司还将引入强生尚未进入中国市场的海外品牌。

图表 19：公司代理的国际品牌天猫旗舰店/海外旗舰店销售额同比增速

时间	强生集团					其他					
	城野医生	OGX	唛呵	李施德林	强生婴儿	丽得姿	KIKO	ALBION	LUMENE	ZELENS	LG 生活健康旗舰店
2Q20	5%	12%	-58%	36%	-39%	-23%	-44%	-15%	156%	-40%	52%
3Q20	-3%	-81%	48%	186%	41%	-83%	-8%	50%	97%	-70%	143%
4Q20	9%	-98%	-30%	134%	56%	-83%	78%	15%	-14%	-23%	92%
2~4Q20	5%	-58%	-37%	110%	4%	-70%	15%	11%	21%	-38%	97%

来源：国金证券数据中心，国金证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

公司自有品牌业务复苏，预计未来公司自有品牌业务将持续，主品牌御泥坊毛利率将回升，并且小品牌未来随着规模体量增大，实现盈利后可贡献净利。

代运营业务方面，公司一方面与强生达成战略合作，21 年将更多的优化强生的产品结构，强生业务的贡献更多来自于合作品牌的内生成长；此外，公司还积极拓展海外小众品牌代运营，预计继续贡献增量。

具体预测来看，我们假设 20~22 年公司自有品牌业务营收增速分别为 50.55%、32.78%、18.11%；代运营经销模式营收增速分别为 50.00%、35.00%、25.00%；代运营管理模式营收增速分别为 110%、80%、60%。

毛利率获益自有品牌复苏、代运营品牌规模效应凸显，假设 20~22 年毛利率分别为 54.96%、56.24%、57.05%。

销售费用率方面由于线上流量成本趋高、尤其是新兴的直播营销方式，预计未来将呈现提升态势；同时规模效应下，管理费用率将呈现下降趋势、此外研发费用率在代运营业务增长背景下、将呈现下降趋势。假设 20~22 年销售费用率为 43.86%、44.50%、45.00%，管理费用率为 3.60%、3.00%、3.10%，研发费用率为 1.42%、1.10%、1.10%。

综上，预计公司 20~22 年 EPS 分别为 0.34、0.57、0.76 元。

4.2、相对估值

公司主营业务涉及护肤品自有品牌及国际品牌代运营，为此我们对比 A 股相关上市公司估值情况，其中美妆品牌商 21 年平均 PE 为 60 倍，美妆代运营商 21 年平均 PE 36 倍。

公司 21 年 PE 35 倍，远低于同业品牌商估值水平。

图表 20：化妆品公司估值表

公司名称	收盘价	EPS				PE				3 年 CAGR	PEG 20E	市值 (亿元)
		19	20E	21E	22E	19	20E	21E	22E			
美妆品牌商												
珀莱雅	180.03	1.95	2.40	3.17	3.99	92	75	57	45	26.93%	2.11	362
丸美股份	56.76	1.28	1.41	1.70	1.99	44	40	33	29	15.77%	2.12	228
华熙生物	186.73	1.22	1.38	1.81	2.41	153	135	103	77	25.49%	4.04	896
上海家化	50.31	0.82	0.63	1.12	1.49	61	79	45	34	21.94%	2.05	341
平均	-	-	-	-	-	88	83	60	46	-	-	-
代运营商												
壹网壹创	106.32	1.52	2.06	2.91	4.04	70	52	37	26	38.56%	0.95	153
丽人丽妆	33.30	0.71	0.81	0.97	1.17	47	41	34	29	17.72%	1.93	133
平均	-	-	-	-	-	59	47	36	28	-	-	-
御家汇	19.85	0.07	0.34	0.57	0.76	300	58	35	26	125.57%	0.28	82

来源：wind，国金证券研究所

注：1) 本表收盘价日期为 2021 年 2 月 23 日；

2) 本表中上海家化、珀莱雅、丸美股份、青松股份、丽人丽妆盈利预测为国金证券预测，其中上海家化已经披露 20 年业绩，华熙生物、御家汇、壹网壹创、拉芳家化盈利预测为 Wind 一致预期。

4.3、投资建议

公司起家线上面膜自有品牌销售，具有深厚及出色的线上运营经验。4Q18~3Q19 持续调整，进行内部人才与组织的优化，以适应行业的快速变化，4Q19 至 21 年 1 月最新数据显示公司业绩表现回暖，其中自有品牌御泥坊成功打造爆款，小迷糊、花瑶花、御 MEN、大水滴等全面升级、期待放量；代运营业务 19 年陆续承接强生大部分品牌业务，20 年内延、外生均有贡献、李施德林及露得清等增长靓丽，预计未来随着双方合作的进一步深入、代运营业务有望向好发展。

综上，预计公司未来三年净利年均复合增速为 126%（19 年基数较低），预计公司 20~22 年 EPS 分别为 0.34、0.57、0.76 元，当前股价对应 21 年 PE 为 35 倍，参考同业估值、建议给予 21 年 50 倍 PE，对应目标价 28.50 元，给予“买入”评级。

5、风险提示

营销投放/新品销售不及预期：化妆品销售依赖营销，大众端品牌竞争逐趋激烈，销售依托新品拉动，若公司营销投放/新品销售不及预期，公司业绩将受到影响。

董事长股票质押：公司董事长戴岳峰持有公司 3859 万股、其中累计质押 3844 万股。

汇率波动：公司境外营收 19 年占比超 20%，主要为采购海外品牌销售给中国消费者，核算货币有美元、韩元等，若外币汇率大幅波动将影响公司净利表现。

限售股解禁：21 年 2 月 8 日公司首发限售股 1.56 亿股（占公司总股本 37.84%）已于 2021 年 2 月 8 日解禁，存在大股东减持风险。

图表 21：首发股股东限售股 21 年 2 月 8 日解禁情况

股东	本次解禁股份数量(万股)	占公司总股本
湖南御家投资	9,590.42	23.33%
长沙汀汀企业管理	4,452.30	10.83%
戴跃锋（董事长）	964.67	2.35%
其他自然人股东	297.89	0.72%
长沙御投投资管理	196.1	0.48%
长沙御投叁号企业管理	4.63	0.01%
长沙御投贰号企业管理	47	0.11%

来源：Wind，国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	1,646	2,245	2,412	3,717	5,112	6,385
增长率		36.4%	7.4%	54.1%	37.5%	24.9%
主营业务成本	-780	-1,085	-1,181	-1,709	-2,302	-2,794
%销售收入	47.4%	48.3%	48.9%	46.0%	45.0%	43.8%
毛利	867	1,160	1,231	2,008	2,809	3,591
%销售收入	52.6%	51.7%	51.1%	54.0%	55.0%	56.2%
营业税金及附加	-18	-15	-11	-19	-26	-32
%销售收入	1.1%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-559	-847	-1,041	-1,630	-2,275	-2,873
%销售收入	33.9%	37.7%	43.1%	43.9%	44.5%	45.0%
管理费用	-114	-104	-103	-134	-153	-198
%销售收入	6.9%	4.6%	4.3%	3.6%	3.0%	3.1%
研发费用	0	-46	-44	-53	-56	-70
%销售收入	0.0%	2.0%	1.8%	1.4%	1.1%	1.1%
息税前利润 (EBIT)	175	148	33	173	300	418
%销售收入	10.6%	6.6%	1.4%	4.6%	5.9%	6.5%
财务费用	-4	-6	-14	-12	-30	-48
%销售收入	0.3%	0.3%	0.6%	0.3%	0.6%	0.8%
资产减值损失	-10	-12	-22	-18	-18	-22
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0
投资收益	1	20	14	20	20	20
%税前利润	0.6%	12.6%	62.5%	12.3%	7.4%	5.4%
营业利润	162	158	19	163	271	368
营业利润率	9.9%	7.0%	0.8%	4.4%	5.3%	5.8%
营业外收支	28	4	4	0	0	0
税前利润	190	162	23	163	271	368
利润率	11.6%	7.2%	0.9%	4.4%	5.3%	5.8%
所得税	-32	-34	3	-22	-37	-55
所得税率	16.9%	21.2%	-11.4%	13.5%	13.5%	15.0%
净利润	158	128	25	141	234	312
少数股东损益	0	-3	-2	0	0	0
归属于母公司的净利润	158	131	27	141	234	312
净利率	9.6%	5.8%	1.1%	3.8%	4.6%	4.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	158	128	25	141	234	312
少数股东损益	0	-3	-2	0	0	0
非现金支出	22	28	40	32	36	44
非经营收益	1	-12	-20	27	25	43
营运资金变动	-8	-180	-255	-160	-245	-204
经营活动现金净流	173	-35	-211	41	51	196
资本开支	-70	-101	-19	-204	-242	-252
投资	0	0	-129	0	0	0
其他	3	-412	309	20	20	20
投资活动现金净流	-66	-513	162	-184	-222	-232
股权募资	0	797	22	228	0	0
债权募资	-3	17	106	343	324	220
其他	-30	-63	-251	-79	-139	-188
筹资活动现金净流	-33	751	-123	491	185	32
现金净流量	74	203	-172	349	14	-5

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	262	463	362	710	725	720
应收款项	101	124	136	238	327	408
存货	277	566	738	872	1,163	1,396
其他流动资产	79	534	254	197	215	230
流动资产	718	1,687	1,490	2,017	2,429	2,754
%总资产	83.8%	88.7%	80.8%	79.6%	76.6%	73.9%
长期投资	0	0	129	129	129	129
固定资产	105	115	112	298	520	748
%总资产	12.2%	6.0%	6.1%	11.8%	16.4%	20.1%
无形资产	18	22	87	90	93	95
非流动资产	139	216	353	518	742	972
%总资产	16.2%	11.3%	19.2%	20.4%	23.4%	26.1%
资产总计	857	1,903	1,843	2,535	3,171	3,726
短期借款	24	46	156	498	820	1,038
应付款项	181	378	397	439	593	722
其他流动负债	67	48	48	43	61	79
流动负债	272	471	602	981	1,474	1,839
长期贷款	33	29	24	24	24	24
其他长期负债	12	8	2	2	4	6
负债	317	507	627	1,007	1,502	1,869
普通股股东权益	540	1,400	1,218	1,531	1,672	1,859
其中：股本	120	272	411	411	411	411
未分配利润	293	353	377	462	602	790
少数股东权益	1	-4	-2	-2	-2	-2
负债股东权益合计	857	1,903	1,843	2,535	3,171	3,726

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	1.321	0.481	0.066	0.343	0.570	0.760
每股净资产	4.499	5.146	2.963	3.724	4.066	4.522
每股经营现金净流	1.445	-0.130	-0.512	0.100	0.124	0.476
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.137	0.228	0.304
回报率						
净资产收益率	29.36%	9.34%	2.23%	9.20%	14.03%	16.81%
总资产收益率	18.48%	6.87%	1.48%	5.56%	7.39%	8.39%
投入资本收益率	24.40%	7.92%	2.61%	7.28%	10.29%	12.14%
增长率						
主营业务收入增长率	40.61%	36.38%	7.43%	54.11%	37.51%	24.91%
EBIT 增长率	100.95%	-15.76%	-77.86%	428.37%	73.41%	39.49%
净利润增长率	114.85%	-17.53%	-79.17%	417.55%	66.43%	33.25%
总资产增长率	23.48%	121.94%	-3.17%	37.56%	25.08%	17.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	17.3	15.9	16.5	16.0	16.0	16.0
存货周转天数	138.3	141.7	201.6	190.0	190.0	190.0
应付账款周转天数	76.1	79.2	83.8	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	23.2	18.6	16.4	12.0	10.3	9.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-38.01%	-27.89%	-26.10%	-21.06%	-0.73%	11.44%
EBIT 利息保障倍数	39.3	23.0	2.3	14.4	9.9	8.7
资产负债率	36.95%	26.64%	34.02%	39.71%	47.36%	50.17%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	5	14	26	50
增持	0	3	7	11	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.38	1.33	1.30	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402