

御家汇(300740)

# 更名水羊焕新形象, 再推激励彰显信心

——御家汇点评报告

✍️ : 陈腾曦 执业证书编号: S1230520080010  
☎️ : 刘雪瑞  
✉️ : chentengxi@stocke.com.cn

## 报告导读

公司愿景是成为全球前十的美妆企业, 拟更名水羊股份, 凸显“国际化、时尚化、年轻化”新形象; 发布 21 年股权激励, 授予量大、激励对象多、业绩指标高, 彰显信心!

## 投资要点

- ❑ **发布 21 年限制性股票激励计划, 授予量大、激励对象多、业绩指标高, 业绩高增态势明确。**拟授予 1000 万股(定向增发), 约占总股本的 2.43%。首次授予的激励对象不超过 500 人。拟授予价格为每股 9.03 元。以 20 年净利润(1.41 亿)为基数, 剔除激励成本影响, 21/22/23 年净利增长率不低于 80%/180%/330%, 净利不低于 2.54/3.94/6.06 亿, yoy80%/56%/54%。
- ❑ **自有品牌: 御泥坊摆脱价格战, 重塑产品品牌, 深耕面膜护肤, 20 年焕然一新, 成功证明自己, 将成为承载盛唐文化的全品类、大体量美妆品牌。**  
1) 得益于见效快、频次高的产品特点和低购买门槛、多渠道的销售, 面膜增速领跑护肤品。2) 面膜使用逐步成为习惯, 消费者需求更多元化。价格上, 能够为适合面膜支付合理溢价。品类上, 涂抹面膜使用比例提升。3) 公司敏锐地识别行业机遇, 调整产品结构、优化投放效率, 盈利结构更加健康, 御泥坊前三季度营收同比增长 41%, 毛利率提升 10pct, 预计 20 年净利率修复到理想水平。
- ❑ **代理品牌: 新品牌&海外新渠道承接放量。**代理品牌尚在品牌运营的投入建设期, 目前李施德林、露得清等成果已初步显现, 随着业务进一步捋顺, 品类重构和品牌升级成果将进一步显现, 收入和利润率未来均将提升。
- ❑ **盈利预测及估值:** 预计主品牌御泥坊逐步建设成为承载盛唐文化的全品类、大体量美妆品牌; 代理品牌收入端持续放量、利润率逐渐步入合理的稳态水准。预计 21/22 年归母净利润达到 2.16/3.64 亿元, 同比增长 53%/69%, 对应估值 43X/25X。剔除股权激励成本影响, 21/22 年归母净利润约为 2.61/3.96 亿元, 同比增长 85%/52%。随着公司的品牌运营能力在数据端的逐步兑现, 估值终将得到市场认可, 上涨空间充分, 维持“买入”评级。
- ❑ **风险因素:** 竞争加剧; 新品牌拓展不及预期; 代理品牌解约风险。

## 财务摘要

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E
主营收入	2,412	3,717	5,160	6,646
(+/-)	7.4%	54.1%	38.8%	28.8%
净利润	27	141	216	364
(+/-)	-79.2%	417.6%	53.0%	68.9%
每股收益(元)	0.07	0.34	0.52	0.89
P/E	338.3	65.4	42.7	25.3

## 评级

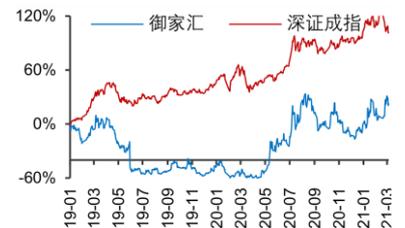
买入

上次评级 买入  
当前价格 ¥22.40

## 单季度业绩

元/股

3Q/2020	0.09
2Q/2020	0.08
1Q/2020	0.01
4Q/2019	0.05



## 公司简介

美妆品牌运营企业, 运营自有品牌御泥坊、大水滴、小迷糊、花瑶花、御 MEN 等, 并全面承接强生等国际品牌在中国的代理业务。

## 相关报告

- 1 《御家汇业绩预告点评报告: 超预期! 羽化成蝶进行时!》2021.01.10
- 2 《御家汇点评: PE 股东减持近尾声, 高增长持续兑现》2020.12.14
- 3 《御家汇三季报点评: 能力最为全面, 数据逐步印证》2020.11.04
- 4 《御家汇(300740)深度报告: 御美有方, 破茧成蝶》2020.08.11

报告撰写人: 陈腾曦

## 正文目录

1. 股权激励彰显发展信心，业绩持续高增长态势明确 .....	3
2. 自有品牌：御泥坊焕然一新，迈向承载盛唐文化的全品类、大体量美妆品牌 .....	5
2.1. 得益于见效快、频次高的产品特点和低购买门槛、多渠道的销售，面膜增速领跑护肤品 .....	5
2.2. 近年面膜行业价格战盛行，符合消费趋势的差异化竞争为突围之道 .....	6
2.3. 御泥坊升级产品、调整结构、重塑品牌，品牌焕然一新 .....	7
3. 代理品牌：处于投入建设期，业绩放量空间大 .....	9
3.1. 海外美妆品牌在中国的发展存在机遇与挑战，具备多品牌、多品类、全渠道综合运营能力的电商服务商重 要性凸显 .....	9
3.2. 公司具备多品牌、多品类、全渠道综合运营能力，代理业务空间巨大 .....	11
4. 投资建议 .....	12
5. 风险提示 .....	12

## 图表目录

图 1: 面膜市场规模及增速 .....	6
图 2: 2019/20 年面膜增速高于护肤品增速和化妆品社零增速 .....	6
图 3: 面膜行业的 20 年 .....	6
图 4: 2018-2019H1【今日头条】女性用户对面膜各功能的关注度 .....	7
图 5: 2020 年氨基酸泥浆面膜、经典黑膜等产品进行了升级 .....	8
图 6: 2020 年推出新品九法泥浆面膜和八繁九制霜 .....	8
图 7: 御泥坊强化“盛唐文化” .....	8
图 8: 氨基酸水乳套装和美白淡斑护肤套装月销合计约 1.5 万件 .....	8
图 9: 旗下品牌销售单价（销售额/销售量）提升显著 .....	8
图 10: 代理品牌需要操盘品牌运营全环节 .....	10
图 11: 代运营/代理业务重人力，业务体量和人数同步增长（单位：人，百万元） .....	10
图 12: 代运营/代理业务重人力，业务成熟后人均创利稳定 .....	10
图 13: 代运营公司前期投入大，业务需要时间培育 .....	10
表 1: 本激励计划授予的限制性股票的分配情况 .....	3
表 2: 美妆品牌运营企业最新一期股权激励方案 .....	3
表 3: 面膜主要分为贴式、撕拉式、粉末、睡眠、水洗等种类 .....	5
表 4: 近年来海外美妆个护品牌中国区增速远远高于海外 .....	9
表 5: 2020 年天猫护肤类前 10 品牌：海外品牌占据主导 .....	9
表 6: 公司终端销售渠道多元化（单位：百万元） .....	11
表 7: 代表性代理品牌城野医生和李施德林天猫旗舰店月销数据跟踪（单位：百万元） .....	11
表 8: 强生旗下品牌为全球性、强品牌力、大体量的品牌（单位：百万美元） .....	11
表 9: 公司核心收入驱动因素盈利预测（单位：百万元） .....	12
表附录: 三大报表预测值 .....	13

## 1. 股权激励彰显发展信心，业绩持续高增长态势明确

3月6日，公司发布21年限制性股票激励计划，拟授予1000万股，约占本激励计划草案公告时公司股本的2.43%。首次授予860万股，预留授予140万股，首次授予的激励对象不超过500人。本次股权激励以定向增发形式，拟授予价格为每股9.03元。

**表 1：本激励计划授予的限制性股票的分配情况**

姓名	职务	获授数量（万股）	占总授予	占公司总股本	激励类别
戴跃锋	董事长、总经理	150	15.00%	0.36%	第一类
何广文	董事、副总经理	0.45	0.05%	0.00%	第一类
<b>黄晨泽</b>	<b>董事</b>	<b>102.86</b>	<b>10.29%</b>	<b>0.25%</b>	<b>第二类</b>
朱珊	董事	3.78	0.38%	0.01%	第一类
张虎儿	董事	3.78	0.38%	0.01%	第一类
陈喆	董事	0.45	0.05%	0.00%	第一类
吴小瑾	副总经理、董事会秘书	3.78	0.38%	0.01%	第一类
晏德军	副总经理、财务总监	2.65	0.26%	0.01%	第一类
董事会认为应当激励的其他人员（492人）		592.25	59.23%	1.44%	
预留部分		140	14.00%	0.34%	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所（据岗位薪酬结构不同，本激励对象分为两类，第一类410人，第二类90人）

**表 2：美妆品牌运营企业最新一期股权激励方案**

	御家汇	壹网壹创	丽人丽妆	丸美股份	上海家化	珀莱雅
发布日期	2021年3月6日	2020年1月22日	2021年2月5日	2020年11月13日	2020年10月9日	2018年6月27日
授予股份	1000万，2.4%	19.48万，0.25%	203.3万，0.51%	81.96万股，0.20%	869万，1.29%	146.72万，0.73%
授予对象	核心管理人员和核心技术（业务）骨干	中层管理人员、核心技术（业务）人员	高、中层管理人员，核心技术（业务）骨干	董事、高级与中层管理人员、核心骨干	董事、高管、中高层管理人员、骨干	高、中层管理人员及核心骨干
授予对象（数量）	500人 占比31%	17人 占比1.56%	83人 占比9.43%	63人 占比7.13%	139人 占比4.09%	32人 占比1.13%
重点激励对象	董事、御泥坊品牌事业部负责人黄晨泽102.86万股	资深运营经理姚如燕与运营总监陈国鑫各2万股	董事杜红谱、财务总监李爱丽各8万股	董事&财务总监王开慧、董事曾令椿各3.07万股	董事长&首席执行官&总经理潘秋生60万股	副总金衍华获9.83万股、副总&董秘张叶峰获4.86万股
解锁条件（营收指标）	无	无	无	21/22/23年营收不低于21.6/25.2/28.8亿	以20年营收（70.32亿）为基数，21/22/23年营收增长率不低于8.1%/22.3%/39.4%	以17年营收（16.46亿）为基数，18/19/20年增长率不低于30.8%/74.2%/132.6%
解锁条件（利润指标）	以20年净利润（1.41亿）为基数，21/22/23年净利润增长率不低于80%/180%/330%，对应净利润不低于2.54/3.95/6.06亿，yoy80%/56%/54%	以19年净利润（2.19亿）为基数，20/21/22/23年净利润增长率不低于30%/65%/100%/135%，对应净利润不低于2.85/3.61/4.38/5.15亿，yoy30%/27%/21%/17%	以20年度经审计净利润为基数，21/22/23年净利润增长率不低于20%/35%/50%，yoy20%/12.5%/11.1%	21年净利润不低于5.4亿，21-22年净利润不低于11.7亿，21-23年净利润不低于18.9亿，21/22/23年对应净利润不低于5.4/6.3/7.2亿，22/23年yoy16.7%/14.3%	以20年净利润（4.3亿）为基数，21/22/23年净利润增长率不低于-4%/63%/130%，对应净利润不低于4.1/7.0/9.9亿，yoy-4.7%/70.7%/41.4%	以17年净利润（2.0亿）为基数，18/19/20年净利润增长率不低于30%/71%/132%，对应净利润不低于2.6/3.4/4.7亿，yoy30.1%/31.6%/35.5%
首次授予限制性股票总摊销费用	约1.15亿	约1,440万	约1751万	约1,524万	约1亿	约2061万
摊销情况	21/22/23/24年 5500/4183/1557/258万	20/21/22/23/24年 770/411/220/97/5万	21/22/23/24年 915/551/261/23万	20/21/22/23/24年 4/756/480/237/46万	20/21/22/23/24年 835/5013/279/1355/104万	18/19/20/21年 601/893/429/137万

资料来源：公司公告，浙商证券研究所（业绩指标对应PE采用2021年3月5日收盘价计算）

重点激励了御泥坊品牌事业部负责人黄晨泽，发力打造御泥坊成为大体量美妆品牌。公司拟授予的激励对象系基于岗位的重要性而确定的，均为对公司经营业绩和未来发展起到主要贡献的核心管理人员和核心技术（业务）骨干，稳定和激励该部分人员群体对公司的发展具有重要的战略意义。其中，本次重点激励的对象为董事黄晨泽（子威），黄晨泽为公司通过校招自主培养的90后高管，曾任御家汇旗下“小迷糊”品牌总监，2018年12月后负责新锐品牌的整体运营，并在2020年操盘御家汇核心品牌“御泥坊”实现大幅增长曲线。对于黄晨泽的重点激励，彰显出公司对于御泥坊的重视，将发力将自有品牌御泥坊打造成为大体量的美妆品牌。

美妆品牌运营企业纷纷推出股权激励计划，较同行来看，公司授予量大、激励对象多、业绩指标高、21/22年激励费用摊销比例高。公司为美妆品牌运营企业，美妆品牌运营企业由于行业景气度高、资本关注度高、竞争激烈，由于激烈的人才竞争导致人员流动性强，增加了企业用人成本，股权激励逐渐成为美妆品牌运营企业有效降低人力成本、吸引人才的重要手段。同行业几家公司，壹网壹创、丽人丽妆、丸美股份、上海家化、珀莱雅均在近几年推出限制性股权激励计划。相比于同行，公司此次限制性股票激励计划具有授予量大、激励对象多、业绩指标高、21/22年激励费用摊销比例高特点。

- **授予量大，激励力度高，提升团队积极性：**拟授予1000万股，约占本激励计划草案公告时公司股本的2.43%。而最新一期股权激励，壹网壹创授予占比0.25%/丽人丽妆占比0.51%/丸美股份占比0.20%/上海家化占比1.29%/珀莱雅占比0.73%，均远低于公司激励力度。
- **激励对象多，覆盖面广，绑定公司核心业务骨干，为业绩增长保驾护航：**首次授予的激励对象不超过500人，占公司总人数的31%，包括公司（含子公司）董事、高级管理人员以及董事会认为应当激励的其他人员，激励人数较多，均为对公司经营业绩和未来发展起到主要贡献的核心管理人员和核心技术（业务）骨干，覆盖面较广。同行：壹网壹创授予17人（占1.56%）/丽人丽妆83人（占9.43%）/丸美股份63人（占7.13%）/上海家化139人（占4.09%）/珀莱雅32人（占1.13%）。
- **业绩指标高，超市场预期，彰显公司后续持续、健康高增长的信心：**公司未设定营收考核指标，而将剔除股权激励成本影响后的归母净利润作为考核指标。以20年净利润（约1.41亿）为基数，21/22/23年净利润增长率不低于80%/180%/330%，对应净利润约不低于2.54/3.95/6.06亿，yoy为80%/56%/54%，超出市场预期。
- **21/22年股权激励费用摊销多，有利于报表端归母净利润持续高增：**首次授予限制性股票产生的总摊销费用约为1.15亿元，其中21/22/23/24年分别摊销5500/4183/1557/258万元。同行壹网壹创（20年推出）集中在20/21年，分别为770/411万元；丽人丽妆（21年推出）集中在21/22年，分别为951/551万元；丸美股份（20年推出）集中在21/22年/上海家化20年推出，集中在21年5013万元；珀莱雅18年推出，大头集中均匀分布在18/19/20年，分别为601/893/429万元。

## 2. 自有品牌：御泥坊焕然一新，迈向承载盛唐文化的全品类、大体量美妆品牌

经过 20 年的发展，消费者面膜使用习惯逐步养成，消费面膜的频率提升，消费的面膜的形态和功效更加细分，消费者愿意为喜爱的品牌和适合的产品支付溢价。

御泥坊从面膜起家，其品类结构调整和品牌重塑依然是从面膜这个细分赛道率先进行突破，继而通过套装等形式扩充水乳膏霜等其他品类。2019 年以来，公司先后升级了新一代氨基酸泥浆面膜、经典黑膜等产品，推出九法泥浆面膜、八繁九制霜等新品。

### 2.1. 得益于见效快、频次高的产品特点和低购买门槛、多渠道的销售，面膜增速领跑护肤品

面膜是护肤品中的一个类别，是美容保养品的一种载体，敷在脸上用于美容，按功能可以分为补水保湿、美白、抗衰老、平衡油脂等。按形态可以分为贴片式、撕拉式、粉末状、睡眠、水洗等。目前占比较高的为贴片、水洗面膜等。

表 3：面膜主要分为贴式、撕拉式、粉末、睡眠、水洗等种类

面膜种类	种类简介	参考图片
贴片式	大多为单片式独立包装，拆开后可以直接贴于脸上	
撕拉式	依靠膜体与面部肌肤充分接触后产生的粘合力，吸附肌肤残留的杂质	
粉末状	使用前用水调和再涂抹于肌肤表面，形成薄膜，15 分钟后以清水洗净	
睡眠	睡前基础护理后，直接将面膜涂抹于脸部，无需水洗（实际是面霜或啫喱）	
水洗	装在瓶罐里的膏体、凝胶、泥状，具有粘性，通过涂抹自行附着于面部	

资料来源：公开资料整理，淘宝图片，浙商证券研究所

**面膜产品见效快：**随着人们生活节奏的加快，消费者对于见效快的产品需求逐渐增加。面膜产品在使用中通过介质隔绝空气，可使肌肤表面温度升高并加速毛孔扩张，有利于彻底清除污垢与油脂，同时促进营养物质的充分吸收。水乳霜膏类保养品多为直接涂抹上脸。从皮肤的吸收性而言，液体介质的面膜清洁效果更优。尤其在补水保湿的作用下，面膜见效较快，立竿见影，例如某些面膜品牌提供即时体验服务，20 分钟内便能判断产品的效果。

**面膜相对消费高频且单价低：**相较于水乳霜膏类化妆品，贴片式面膜即拆即用，属于快消易耗品且平均单价较低，几元一片到几十元一片不等。根据 CBNDData 在 2016 年 6 月-2017 年 6 月间的统计数据，女性年均线上购买面膜产品 3.3 次，使用的便捷性、效用的即时性、价格的可承受性共同铸就面膜品类消费的高频性。

**多渠道销售模式：**在线上商城、社交网络 KOL 的宣传下，基于试错成本低，评判周期短等特点，面膜是消费者愿意尝鲜的产品，消费者通常会购买多个品牌的面膜产品。

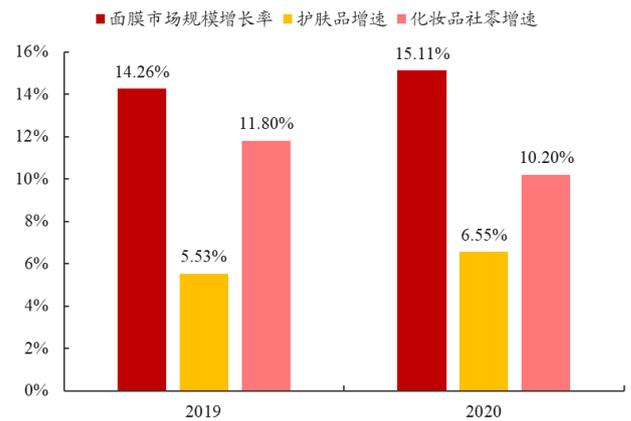
中国是全球最大的面膜市场。随着人们越来越重视自身形象，颜值经济的到来使得化妆品成为一种刚性需求。在庞大的市场需求下，化妆品销售总额持续增加。面膜作为全球女性消费者最常消费的一种护肤品，呈现出稳健的增长态势。自 2012 年来，面膜的市场规模增速均维持在 13% 及以上。面膜增速在 2019 年和 2020 年均高于护肤品增速和化妆品社零增速。

图 1：面膜市场规模及增速



资料来源：BigData，浙商证券研究所

图 2：2019/20 年面膜增速高于护肤品增速和化妆品社零增速

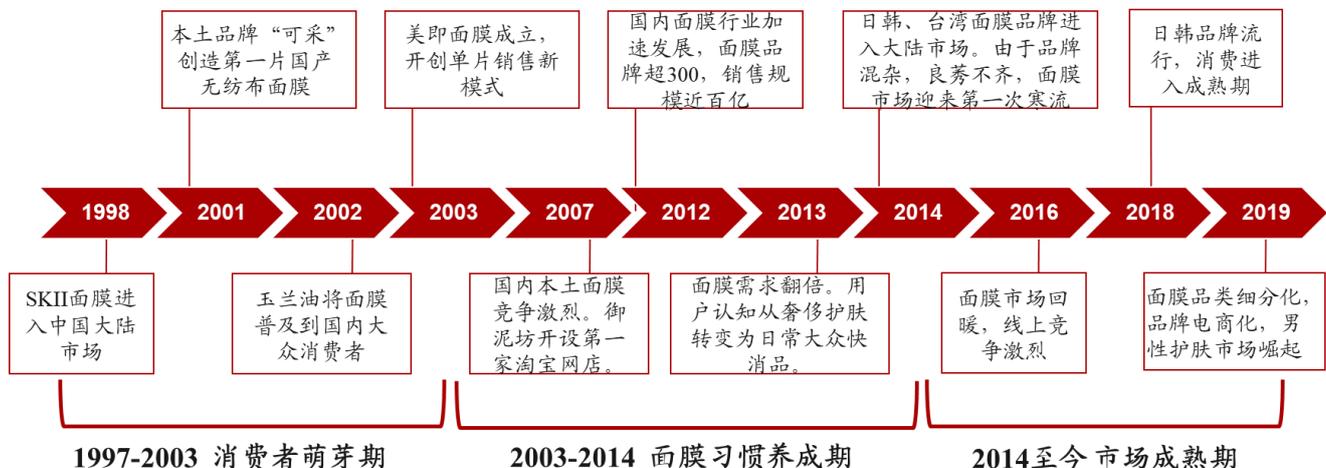


资料来源：BigData，欧睿咨询，浙商证券研究所

## 2.2. 近年面膜行业价格战盛行，符合消费趋势的差异化竞争为突围之道

**1997-2003 消费萌芽期：**国外品牌方面 SK-II 面膜首次进入中国市场，其功效为促进皮肤新陈代谢，调整皮肤酸碱平衡，滋润保湿功效，但因其高昂的价格，被消费能力尚弱的中国消费者拒之门外。直到 2002 年，玉兰油将面膜普及到国内大众消费者。国内品牌可采于 2001 年推出第一款无纺布面膜，销售渠道以药店为主。总体而言，这一阶段国内消费者对于面膜处于了解阶段，面膜被视为特殊护理品，渗透率低。

图 3：面膜行业的 20 年



资料来源：公开资料整理，浙商证券研究所

**2003-2014 面膜消费习惯养成期：**港台面膜的进入。如 2011 年我的完美日记进入内地，更多的年轻人开始关注到面膜。年轻化的路线使面膜被更多年轻人接受。

2003 年美即品牌成立，将屈臣氏作为主要的销售渠道，并创造性的推出单片售卖的方式。每片面膜的价格不超过 10 元，细分产品种类，有效的提高了面膜的购买率，培养消费者的面膜使用习惯。美即的主打产品为补水类面膜。2009 年美即成为国内第一面膜品牌，占据 15% 市场份额。

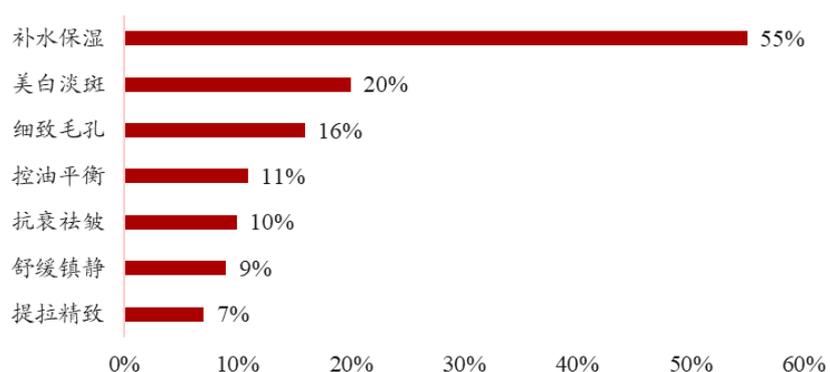
2013 年前后面膜产业低门槛、高利润的特点使微商成为面膜销售的重要渠道之一。微商通过在社交平台上使用面膜的心得体验，创造面膜“熟人经济”，为面膜贴上“人均可使用的快消品”标签，加速国内消费者面膜使用习惯的养成。

**2014 年至今市场成熟期：**新兴本土品牌依靠电商等线上渠道快速崛起。一叶子，御泥坊，膜法世家等淘系品牌崛起。2015 年御泥坊在线上面膜销售中排名第一，市场份额为 5.9%。同时日韩等海外品牌早期通过代购渠道进入，后随官方渠道进入中国市场，迅速扩大市场份额。

**当前，在使用面膜成为习惯后，消费者选品与需求更加多元化。**如一叶子主打植物酵素护肤，韩束专注补水领域，御泥坊以泥浆面膜起家等。补水保湿仍是消费者认知度最高的面膜功效，与此同时有针对性的功效面膜如细致毛孔、晒后修复和美白逐渐受到消费者关注。

由于贴式面膜在美白补水方面的效果更好，长期以来，中国市场中贴式面膜比涂抹式面膜更受欢迎，但出现了涂抹类面膜销量大幅上涨的趋势。2020 年 1-7 月，天猫国际平台上涂抹面膜销售同比增长超 400%，成交占面膜品类超三分之一。近两年，除了膜法世家、御泥坊等以泥膜起家的代表性国货品牌外，越来越多的护肤品牌也都开始增加几款涂抹式面膜作为主打新品，甚至在近几年刚刚崛起的新锐品牌，也纷纷在资金有限、产品精简的情况下，推出一两款涂抹式面膜产品。这体现了宅家精细护肤习惯开始养成，贴片面膜的便携性变得不再重要，人们开始追求在家私人 SPA 体验，品质消费背景下，功能多元、具备院线级体验的进口涂抹面膜和优质国货涂抹面膜均非常受欢迎。

图 4：2018-2019H1【今日头条】女性用户对面膜各功能的关注度



资料来源：今日头条，浙商证券研究所

### 2.3. 御泥坊升级产品、调整结构、重塑品牌，品牌焕然一新

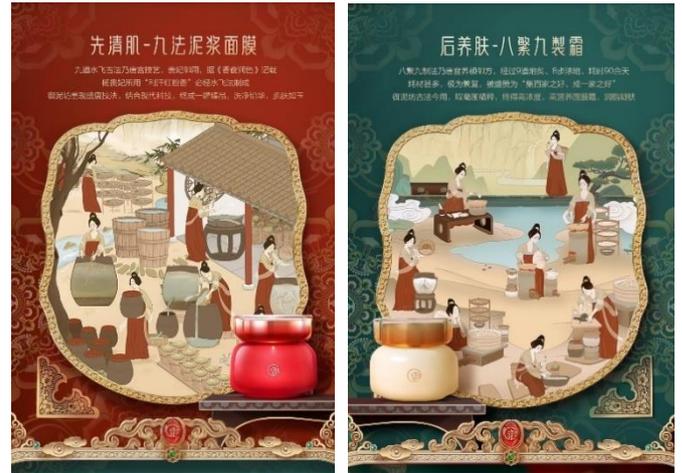
在产品方面，御泥坊 2020 年进行了产品结构升级调整，升级了氨基酸泥浆面膜、经典黑膜等产品，同时推出了九法泥浆面膜和八繁九制霜等新品；在品类方面，重视泥浆面膜、睡眠面膜等新品的推出和升级，提升景气度高的细分品类占比，发力差异化竞争；在品牌方面，强化“盛唐文化”的品牌形象，发力将御泥坊打造成为盛唐文化承载下的全品类大体量品牌。

图 5：2020 年氨基酸泥浆面膜、经典黑膜等产品进行了升级



资料来源：御泥坊官方旗舰店，浙商证券研究所

图 6：2020 年推出新品九法泥浆面膜和八繁九制霜



资料来源：御泥坊官方旗舰店，浙商证券研究所

图 7：御泥坊强化“盛唐文化”



资料来源：御泥坊官方旗舰店，浙商证券研究所

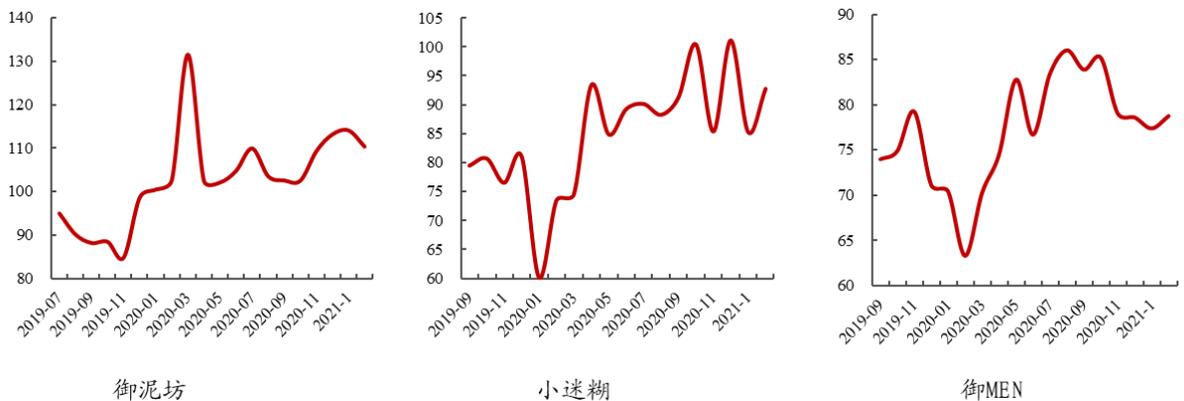
图 8：氨基酸水乳套装和美白淡斑护肤套装月销合计约 1.5 万件



资料来源：御泥坊官方旗舰店，浙商证券研究所（截至 21.3.2 月销）

公司自 2019 年开始进行战略调整，升级产品的同时，并对价格进行管控，2020 年成效凸显。淘数据显示，旗下体量较大的自有品牌御泥坊、小迷糊、御 MEN 品牌在 2020 年整体的销售单价（销售总额/销售量）提升显著，同比有几元到数十元不等的提升。

图 9：旗下品牌销售单价（销售额/销售量）提升显著



资料来源：淘数据，浙商证券研究所

### 3. 代理品牌：处于投入建设期，业绩放量空间大

代理品牌尚在品牌运营投入建设期，李施德林、露得清等成果已初步显现，随着业务捋顺，品类重构和品牌升级成果显现，收入端放量，净利润率逐渐提升到合理水平。

#### 3.1. 海外美妆品牌在中国的发展存在机遇与挑战，具备多品牌、多品类、全渠道综合运营能力的电商服务商重要性凸显

中国美妆景气，海外品牌中国区增速远远高于海外，欧莱雅 2019 年全球增速 10.9%，而亚太地区增速则为 30.4%。2019 年资生堂全球增速 3.35%，而中国增速为 13.3%。

**海外品牌依然受欢迎，海外品牌在成功案例层出不穷。**在这个信息化时代，年轻人在不断了解世界的同时，也看到了更好的生活，培养出了对于生活更高的品味和追求。90/95 后对生活品质的追求以及对自我态度的彰显，逐渐体现在对一些细分品类上。他们在跨境进口消费远高于其他年龄段的渗透率。这也给一些海外品牌进入中国的机会，近几年海外新品牌成功案例层出不穷，醉象(Drunk Elephant)、菲洛嘉(Filorga)、城野医生(Dr.Ci:Labo)、AHC 等品牌通过天猫国际开拓中国市场，成长壮大。**新品牌成功的同时，一些历史上进入中国早的一些大品牌却存在品牌老化、不温不火的问题。**

**表 4：近年来海外美妆个护品牌中国区增速远远高于海外**

	指标	2017	2018	2019	2020H1
欧莱雅	单位：百万欧元				
	营业总收入	26,024	26,937	29,874	13,076
	总营收 YOY	4.44%	3.51%	10.90%	-11.71%
	亚太地区	6,152	7,406	9,658	4,468
	亚太 YOY	9.20%	20.40%	30.40%	-3.90%
资生堂	单位：百万日元				
	营业总收入	1,005,062	1,094,825	1,131,547	417,812
	YOY	18.20%	8.93%	3.35%	-26.00%
	中国地区	120,479	190,799	216,241	100,038
	YOY	2.03%	58.37%	13.33%	-7.10%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**表 5：2020 年天猫护肤类前 10 品牌：海外品牌占据主导**

排名	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
品牌	欧莱雅	兰蔻	雅诗兰黛	SK-II	Olay	后	资深堂	薇诺娜	Lamer	自然堂
国别	法国	法国	美国	日本	美国	韩国	日本	中国	美国	中国

资料来源：用户说，浙商证券研究所

**精细化运营的电商时代，电商服务商需求增加，具备多品牌、多品类、全渠道综合操盘运营能力的公司的重要性日益凸显。**传统电商平台自身的流量红利进入尾声，电商平台的流量规则持续迭代，流量更加倾斜于具有强品牌力及运营精细化的品牌。品牌的运营更加比拼精细化、专业化和流量利用效率。与此同时，新流量新机遇下，直播短视频以及各类社交种草平台流量机会凸显，淘系平台作为全网流量的核心承接入口仍具有重要的意义。一方面是国际品牌对于近年来中国市场的日新月异的变化存在一定的不适应，希望通过与有实力、有经验的代运营商建立稳定合作，更好地把握中国市场机会；另一方面是新品牌希望通过全渠道打造品牌，并通过精细化、专业化运营占领流量承接制高点，综合操盘运营能力对其来说举足轻重。因此具备多品牌、多品类、全渠道综合操盘运营能力的公司的重要性日益凸显。

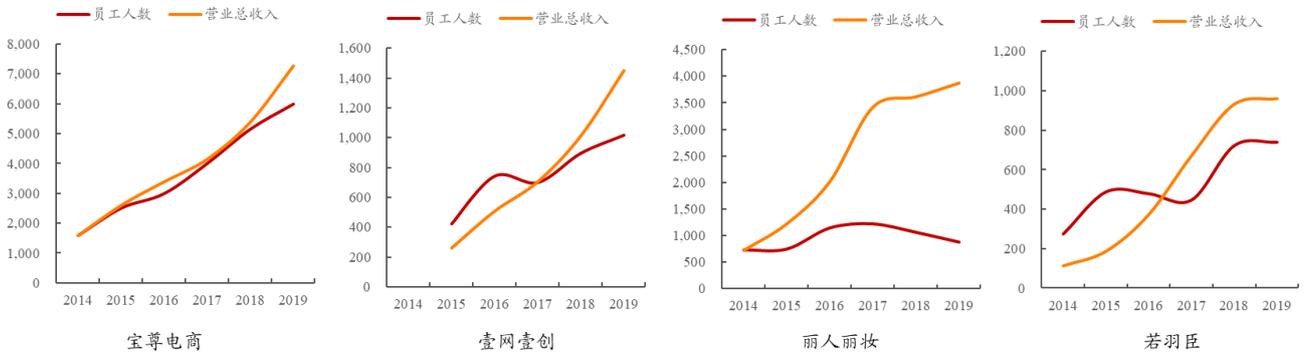
图 10：代理品牌需要操盘品牌运营全环节



资料来源：壹网壹创招股书，浙商证券研究所

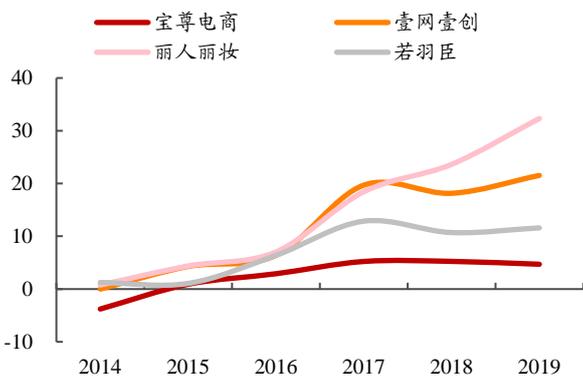
代运营/代理业务相对重人力，前期投入较大，存在一定的回收期。参考宝尊电商、壹网壹创、丽人丽妆、若羽臣等代运营企业来看，业务体量和人数基本呈现同步增长，业务成熟以后，人均创利也相对比较稳定。代运营业务前期需要对人员、品牌进行投入，业务整体呈现从“亏损→亏损收窄→利润转正→相对稳态净利率”的过程。

图 11：代运营/代理业务重人力，业务体量和人数同步增长（单位：人，百万元）



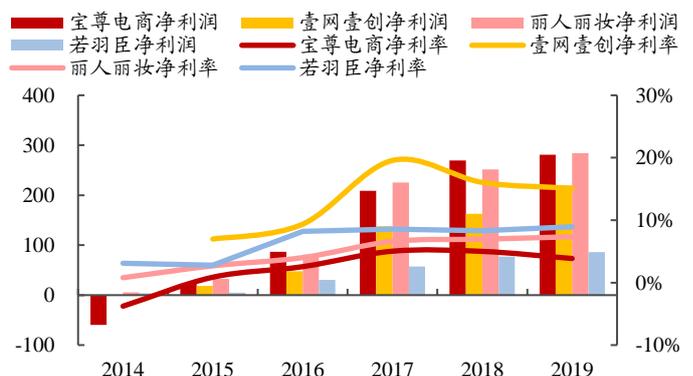
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 12：代运营/代理业务重人力，业务成熟后人均创利稳定



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 13：代运营公司前期投入大，业务需要时间培育



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 3.2. 公司具备多品牌、多品类、全渠道综合运营能力，代理业务空间巨大

公司搭建了线上、线下多元化的销售渠道，自有平台水羊美妆和第三方平台（淘宝、唯品会等）。2019 年第三方平台销售占比达 87%，自有平台销售占比虽小但不断提升，2020H1 同比增加 76%。分平台看，2019 年淘系平台营收 12.1 亿元，同比增长 25%，占营收的 50%，在唯品会平台采用代销模式，2019 年营收 2.86 亿元，占营收的 12%。

**表 6：公司终端销售渠道多元化（单位：百万元）**

	2018	2019	2020H1
<b>线上渠道</b>	<b>2,163.80</b>	<b>2,150.51</b>	<b>1,237.88</b>
YoY		-0.61%	43.92%
/营收	96.37%	89.15%	87.53%
<b>其中，自有平台（自营）</b>	<b>36.53</b>	<b>44.10</b>	<b>34.62</b>
YoY		20.74%	76.12%
/营收	1.63%	1.83%	2.45%
<b>其中，淘系（自营、经销、代销）</b>	<b>971.20</b>	<b>1,210.14</b>	<b>730.93</b>
YoY		24.60%	59.64%
/营收	43.25%	50.17%	51.68%
<b>其中，唯品会（代销）</b>	<b>407.85</b>	<b>286.35</b>	
YoY		-29.79%	
/营收	18.16%	11.87%	

数据来源：公司公告，浙商证券研究所

公司在 2019 年开始全面承接强生代理业务，陆续承接了强生、李施德林、露得清等重点品牌的线上运营渠道和部分品牌的多渠道运营权。目前公司代理品牌尚处于品牌投入期，未来收入端有望持续放量，逐渐实现相对稳态和合理的净利润率水平。

选取公司代表性代理品牌为城野医生（代理较早，体量较大）及李施德林（19 年下半年开始承接的新品牌，起量较快）来看，城野医生同比仍有较高的增长，且更好地实现淡季不淡、旺季仍有持续增长的特点。李施德林则几乎每月都有 100% 以上的增长。

**表 7：代表性代理品牌城野医生和李施德林天猫旗舰店月销数据跟踪（单位：百万元）**

品牌名称	2020 年										2021 年	
	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月
城野医生	32.1	16.7	33.3	65.1	12.0	16.1	41.2	14.2	104.3	19.9	17.0	11.5
YoY						2%	76%	177%	6%	2%	84%	54%
李施德林	11.7	4.4	7.3	20.2	9.9	9.5	17.9	11.4	48.9	11.8	9.3	8.0
YoY						166%	218%	294%	125%	91%	162%	146%

资料来源：淘数据，浙商证券研究所（城野医生数据=城野医生旗舰店+城野医生海外旗舰店）

强生旗下的强生、李施德林、露得清、艾维诺等品牌为数十亿美元体量，但从淘系运营来看，截至 21.3.1 的近 30 天内，强生、李施德林、露得清、艾维诺官方旗舰店的销售额分别为 500+万、800+万、800+万和 3000+万，参考其全球体量，国内销售的提升空间仍然巨大。

**表 8：强生旗下品牌为全球性、强品牌力、大体量的品牌（单位：百万美元）**

品牌名称	2014	2015	2016	2017	2018	2019
强生	4,421.3	3,862.7	3,755.0	3,845.4	3,707.3	3,611.6
露得清	2,532.1	2,551.0	2,669.4	2,807.0	2,952.9	3,031.1
李施德林	2,040.4	2,010.6	2,042.6	2,103.9	2,153.5	2,129.4
艾维诺	633.6	654.3	686.5	732.9	778.7	809.7

资料来源：欧睿，浙商证券研究所

## 4. 投资建议

公司具备运营全品类、大体量的美妆品牌的能力，市场应当具有足够耐心等待公司能够证明自己的契机。目前主品牌御泥坊摆脱价格战，重塑产品品牌，深耕面膜护肤领域，2020 年焕然一新，成功证明自己，毛利率、净利率修复到理想水准，未来着力成为承载“盛唐”文化的全品类、大体量美妆品牌。代理品牌尚在品牌运营的投入建设期，随着品类重构和品牌升级成果的逐步显现，整体盈利能力有望快速提升，实现稳态、合理的利润率水准。

**表 9：公司核心收入驱动因素盈利预测（单位：百万元）**

	2019	2020E	2021E	2022E
水乳膏霜收入	1,112.53	1,840.18	2,683.44	3,656.94
YOY	32.27%	65.40%	45.83%	36.28%
贴式面膜收入	899.88	989.87	1138.35	1252.18
YOY	-27.39%	10.00%	15.00%	10.00%
非贴式面膜收入	230.34	591.18	887.41	1,153.63
YOY	88.34%	156.65%	50.11%	30.00%

资料来源：浙商证券研究所

预计 21/22 年归母净利达到 2.16/3.64 亿元，同比增长 53%/69%，对应估值 43X/25X。剔除股权激励成本影响（21/22 年股权激励成本摊销约 5500/4183 万，首次授予的股权激励第一类对象分别的归属比例为 33.33%/33.33%，第二类对象分别的归属比例为 40%/40%，以所得税率 25% 计算，对应所得税扣除约 1000/1000 万元，即实际影响 4500/3183 万元），还原后 21/22 年归母净利约为 2.61/3.96 亿元，同比增长 85%/52%。我们认为随着公司的品牌运营能力在数据端的逐步兑现，估值终将得到市场认可，上涨空间充分，维持“买入”评级。

## 5. 风险提示

**1、竞争加剧：**日化美妆行业竞争激烈程度，若公司不能推出新品、持续有效地进行营销和运营，可能会带来增长不及预期；

**2、新品牌拓展不及预期：**若新品牌产品未如期吸引目标消费群体或营销未达到预期效果，可能带来发展不及预期；

**3、品牌解约风险：**若品牌签约到期，或品牌方其他主观考虑，品牌方决定收回品牌，可能带来业绩增长不及预期。

## 表附录：三大报表预测值

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	<b>1,490</b>	<b>1,809</b>	<b>2,230</b>	<b>2,696</b>	<b>营业收入</b>	<b>2,412</b>	<b>3,717</b>	<b>5,160</b>	<b>6,646</b>
现金	362	459	520	709	营业成本	1,181	1,715	2,351	3,037
交易性金融资产	136	0	0	0	营业税金及附加	11	19	26	33
应收账款	118	204	232	292	销售费用	1,041	1,615	2,193	2,725
其它应收款	18	31	38	51	管理费用	103	130	236	274
预付账款	74	97	138	166	研发费用	44	54	77	106
存货	738	978	1,262	1,438	财务费用	14	25	30	35
其他	44	40	40	40	资产减值损失	(21)	(7)	(8)	(5)
<b>非流动资产</b>	<b>353</b>	<b>366</b>	<b>380</b>	<b>396</b>	公允价值变动损益	1	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	14	8	8	8
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	7	6	6	6
固定资产	108	111	114	115	<b>营业利润</b>	<b>19</b>	<b>163</b>	<b>249</b>	<b>439</b>
无形资产	74	77	79	81	营业外收支	4	(1)	4	4
在建工程	4	4	4	4	<b>利润总额</b>	<b>23</b>	<b>162</b>	<b>253</b>	<b>443</b>
其他	167	174	184	196	所得税	(3)	22	38	80
<b>资产总计</b>	<b>1,843</b>	<b>2,175</b>	<b>2,610</b>	<b>3,092</b>	<b>净利润</b>	<b>25</b>	<b>140</b>	<b>215</b>	<b>364</b>
<b>流动负债</b>	<b>602</b>	<b>796</b>	<b>992</b>	<b>1,079</b>	少数股东损益	(2)	(1)	(1)	(1)
短期借款	152	150	150	150	<b>归属母公司净利润</b>	<b>27</b>	<b>141</b>	<b>216</b>	<b>364</b>
应付款项	206	371	519	552	EBITDA	51	218	292	488
预收账款	6	17	15	27	EPS (最新摊薄)	0.07	0.34	0.52	0.87
其他	237	258	309	351	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	<b>25</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>26</b>		<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
长期借款	24	24	24	24	<b>成长能力</b>				
其他	2	1	2	2	营业收入	7.4%	54.1%	38.8%	28.8%
<b>负债合计</b>	<b>627</b>	<b>821</b>	<b>1,018</b>	<b>1,105</b>	营业利润	-88.2%	769.6%	53.1%	76.5%
少数股东权益	(2)	(3)	(4)	(4)	归属母公司净利润	-79.2%	417.6%	53.0%	68.9%
归属母公司股东权益	1,218	1,358	1,596	1,991	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,843</b>	<b>2,175</b>	<b>2,610</b>	<b>3,092</b>	毛利率	51.1%	53.9%	54.4%	54.3%
					净利率	1.1%	3.8%	4.2%	5.5%
					ROE	2.1%	11.0%	14.6%	20.4%
					ROIC	3.1%	10.6%	13.6%	18.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	34.0%	37.8%	39.0%	35.8%
					净负债比率	51.6%	60.6%	64.0%	55.7%
					流动比率	2.5	2.3	2.2	2.5
					速动比率	1.1	0.9	0.8	1.0
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.3	1.9	2.2	2.3
					应收帐款周转率	21.0	22.0	22.5	24.0
					应付帐款周转率	3.6	4.3	4.2	4.6
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.07	0.34	0.52	0.87
					每股经营现金	-0.51	0.12	0.28	0.53
					每股净资产	2.96	3.30	3.85	4.76
					<b>估值比率</b>				
					P/E	338.3	65.4	42.7	25.3
					P/B	7.6	6.8	5.8	4.6
					EV/EBITDA	177.6	40.9	30.4	17.8

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>