底部反转，一代淘品牌有望破茧成蝶　　增持|首次评级

——御家汇（300740）首次覆盖报告

当前价：　23.10 元

报告要点：

- **“自有品牌+代理业务”双轮驱动，2020Q1 业绩拐点初现**

御家汇由淘品牌御泥坊起家，通过自有品牌培育+国际品牌代理，逐渐成长为一家多品牌、多品类、全渠道的美妆集团。自有品牌包括“御泥坊”、“小迷糊”、“大水滴（原名‘薇风’）”、“御 MEN”、“花瑶花”、“HPH”等，产品品类覆盖面膜、水乳膏霜、彩妆、清洁洗护等多个品类，其中面膜品类优势显著。代理业务主要承接国际品牌在中国地区的销售业务，目前已与城野医生、强生、露得清等 20+国际品牌达成合作。2019Q4 公司业绩触底回升，2020Q1 进一步改善，经营与业绩拐点初现。

- **行业：化妆品行业高景气，代运营行业持续扩容**

公司是业内唯一具备自有品牌孵化及运营经验的代运营商，同时占据化妆品与电商代运营两条高景气赛道,有望随行业发展持续高增长。1）化妆品行业：护肤品类自 2017 年以来增长不断提速，其中面膜品类 2013-2019 年 CAGR 高达 16.6%，处于需求释放期。2）代运营行业：B2C 电商快速发展，跨境品牌数量与规模仍处于高增长期，代运营业务下游需求持续扩容。

- **多品牌+多渠道+灵活营销+智能工厂，铸造公司核心竞争力**

1）多品牌：核心品牌御泥坊聚焦爆款打造与品牌升级，子品牌差异化定位拓展细分市场，代理品牌业务持续放量。2）多渠道：线上积极拓展拼多多、云集等新兴电商平台，同时上线微信“水羊潮妆”平台，布局私域流量运营；线下渠道恢复良性增长，成功覆盖屈臣氏、沃尔玛等 CS、KA 核心网点。3）灵活营销：积极拥抱小红书、抖音、B 站等新媒体平台，发力 KOL 营销，布局直播带货，赋能产品销售，淘外平台投放效果迎来边际改善。4）智能工厂：斥资 8 亿打造面膜智能生产基地，布局美妆全产业链。

- **投资建议与盈利预测**

公司自有品牌止跌转涨，代运营业务持续放量，基本面持续向好。未来随自有品牌毛利率提升、代运营品牌进入收获期，利润端有望逐渐释放。预计 2020-2022 年公司实现归母净利润 0.75/1.57/2.37 亿元，EPS 0.18/0.38/0.58 元，对应 PE127/61/40x，首次覆盖给予“增持”评级。

- **风险提示**

品牌市场竞争加剧，新品牌孵化不达预期，盈利节奏不达预期。

附表：盈利预测

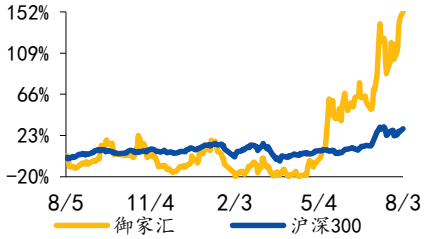
财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2245.34	2412.12	3248.63	3956.77	4675.85
收入同比（%）	36.38	7.43	34.68	21.80	18.17
归母净利润(百万元)	130.72	27.22	74.88	156.63	237.26
归母净利润同比(%)	-17.53	-79.17	175.07	109.17	51.48
ROE（%）	9.34	2.23	4.96	9.39	12.45
每股收益（元）	0.32	0.07	0.18	0.38	0.58
市盈率(P/E)	72.65	348.86	126.82	60.63	40.03

资料来源：Wind,国元证券研究中心

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	23.1 / 7.29
A 股流通股（百万股）：	221.74
A 股总股本（百万股）：	412.09
流通市值（百万元）：	5122.10
总市值（百万元）：	9519.21

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师　李典
执业证书编号　S0020516080001
电话　021-51097188-1866
邮箱　lidian@gyzq.com.cn

联系人　杨柳
邮箱　yangliu@gyzq.com.cn

目 录

1. 公司介绍：自有品牌+代理业务，构造多品牌美妆集团 4
2. 财务分析：近几年波动成长，2020 年业绩拐点初现 8
3. 行业情况：化妆品行业高景气，代运营行业持续扩容 11
3.1 化妆品行业：受益于消费人口与消费额扩容，处于中高速成长期 11
3.2 电商代运营行业：随 B2C 电商发展持续高增长，国际品牌需求更大 13
4. 公司分析：多品牌、多渠道、灵活营销铸造竞争力 16
4.1 品牌：多品牌矩阵初步确立，代理品牌业务持续放量 16
4.1.1 自有品牌：御泥坊聚焦爆款打造与品牌升级，子品牌差异化定位拓展细分市场 17
4.1.2 代理品牌：复制自有品牌及流量运营经验，赋能国际代理品牌 20
4.2 渠道：线上积极拓展新兴电商平台，线下进驻屈臣氏、沃尔玛等补足 22
4.3 营销：积极拥抱新媒体营销，2020 以年来市场投放提效 24
4.4 生产：筹建面膜生产基地，拓展产业链上游 26
5. 盈利预测与投资建议 28
6. 风险提示 28

图表目录

图 1：御家汇公司业务矩阵 4
图 2：御家汇品类占比 4
图 3：公司发展历程 5
图 4：2018Q1-2020Q1 季度营业收入及同比增长 5
图 5：2018Q1-2020Q1 季度归母净利润及同比增长 5
图 6：御家汇股权结构 6
图 7：2014-2020Q1 营业收入及同比增长 8
图 8：2014-2020Q1 归母净利润及同比增长 8
图 9：2016-2019 公司各业务占营业收入比例 9
图 10：公司境内外营业收入（百万元）以及境外占比 9
图 11：2015-2020Q1 整体毛利率及净利率 9
图 12：2015-2019 主营业务细分毛利率 9
图 13：2015-2020Q1 销售、管理、财务费用率 10
图 14：2016-2020Q1 研发费用及研发费用率 10
图 15：2016-2020Q1 存货及存货周转天数 10
图 16：2016-2020Q1 应收账款及应收账款周转天数 10
图 17：中国美妆个护市场规模及增速 11
图 18：前十大化妆品消费国 2010-2019 复合增长率 11
图 19：2010-2019 年主要消费品类零售额增速 12
图 20：2019 年各国人均化妆品消费额（美元） 12
图 21：2009-2019 中国护肤市场规模及增速 12

图 22：2013-2019 中国护肤市场细分品类 CARG 12
图 23：面膜市场主流产品 13
图 24：2020Q1 淘系面膜细分品类增速 13
图 25：品牌电商服务市场规模及增速 13
图 26：国际品牌与国内品牌对于电商服务商需求对比情况 14
图 27：跨境进口零售电商行业市场规模及增速 14
图 28：天猫国际引入进口品牌数 14
图 29：天猫国际美妆发展计划及 2019 年美妆亿元俱乐部 14
图 30：御家汇品牌矩阵 16
图 31：御泥坊九法净颜泥浆面膜 18
图 32：御泥坊核心产品价格对比 18
图 33：小迷糊明星产品“小水库” 19
图 34：大水滴品牌历史及其明星产品 19
图 35：御 MEN 口碑爆款竹炭洁面与花瑶花经典产品 20
图 36：HPH 主打产品提拉修护胶原蛋白精华套组 20
图 37：黄圣依、唐艺昕小红书伊菲丹超级面膜推荐 21
图 38：伊菲丹旗舰店月度销售额 21
图 39：城野医生“收敛水”与“377 精华”月销量 21
图 40：城野医生“收敛水”与“377 精华”月销售额 21
图 41：2015-2019 御家汇线上营业收入及同比增长 22
图 42：2015-2019 线上、淘系、唯品会销售收入占比 22
图 43：御家汇旗下水羊潮妆小程序及公众号引导私域流量过程 23
图 44：2015-2019 御家汇线下营业收入及同比增长 24
图 45：2020Q2 屈臣氏面膜销售排行榜 24
图 46：御家汇销售费用及其拆分情况 24
图 47：2015-2019 年御家汇销售费用拆分占比情况 24
图 48：御家汇新媒体营销框架 25
图 49：与头部主播薇娅合作及植入热剧《三十而已》 25
图 50：御泥坊天猫旗舰店销售额及淘内直播与 dou+和抖音直播贡献的销售额占比 26
图 51：2015-2017 委托加工与自主生产比例 26
图 52：“水羊智能制造基地”效果图 26

表 1：御家汇股权激励方案 7
表 2：公司自主品牌介绍 17
表 3：水羊国际主要合作品牌介绍 20
表 4：2019M7-2020M3 抖音平台品牌投放点赞量榜单 26

1. 公司介绍：自有品牌+代理业务，构造多品牌美妆集团

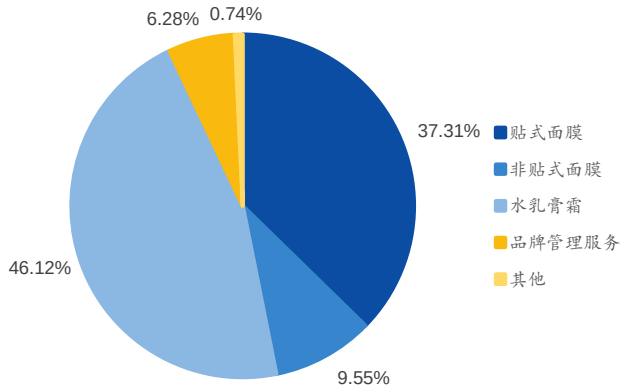
“自有品牌+代理业务”双向驱动，打造多品牌、多品类、全渠道的美妆集团。御家汇由淘品牌御泥坊起家，通过自有品牌培育+国际品牌代理两条腿走路，逐渐成长为一家多品牌、多品类、全渠道的美妆集团。公司业务主要分为自有品牌、代理业务两大板块，自有品牌包括“御泥坊”、“小迷糊”、“大水滴（原名‘薇风’）”、“御 MEN”、“花瑶花”、“HPH”等，产品品类覆盖面膜、水乳膏霜、彩妆、清洁洗护等多个品类，其中面膜品类优势显著。代理业务主要承接国际品牌在中国地区的销售业务，同时为国际品牌提供品牌管理、提案及传播等服务，主要合作品牌包括强生集团旗下的城野医生、大宝、露得清、强生婴儿、李施德林等 16 个品牌，以及其他国际中小品牌如 KIKO、EVIDENS、LUMENE、ZELENS、ALBION 等。

图 1：御家汇公司业务矩阵



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

图 2：御家汇品类占比



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

公司从淘品牌起家，乘淘系电商红利迅速崛起，2018 年起公司加速拓展国际品牌代理业务，同时积极调整自有品牌产品与渠道布局。公司发展主要分为三个阶段：

1）品牌初创阶段（2006-2012）：2006 年御泥坊品牌诞生，抓住早期淘宝平台流量红利风口迅速成长， 2007 年获评淘宝网化妆品终评榜“最佳面膜”，2008 年御泥坊淘宝旗舰店卖家信用升至双皇冠，2012 年御家汇公司成立。

2）高速发展阶段（2012-2017）：公司与电商平台积极开展合作，入驻淘宝、唯品汇、聚美优品等平台，凭借电商平台和站内流量优势，实现了高效的商品流转，在互联网早期流量红利当头的时代，形成了竞争优势。2014-2017 年，公司营业收入增长近 4 倍，从 4.32 亿元上升至 16.46 亿元。

3）优化调整+外延发展阶段（2018-至今）：2018 年开始，电商站内流量红利逐渐见顶，同时面膜品类竞争加剧，御家汇主营面膜业务受到一定冲击，总体业绩承压。公司适时调整，自有品牌端加大水乳膏霜品类投入，积极拥抱社媒营销；外延发展端推出“水羊国际”平台，开放积累 12 年的电商运营、物流与传媒经验，链接优秀品牌与中国消费者，为公司开拓新增长点。目前水羊国际运营的跨境品牌总计超过 10 个，

包括城野医生、KIKO、丽得姿、强生婴儿等国际知名品牌。2019 年平台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，2019 年终大促期间销售额增长约 900%。

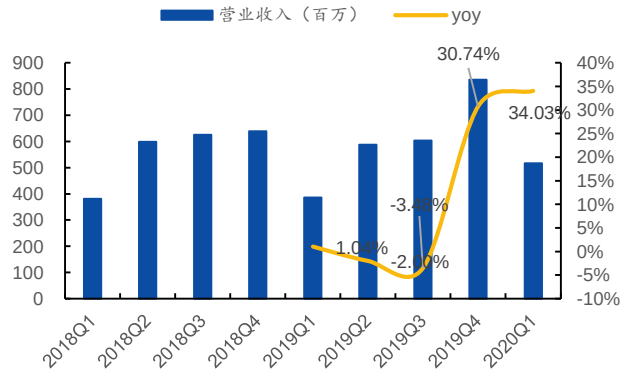
图 3：公司发展历程



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

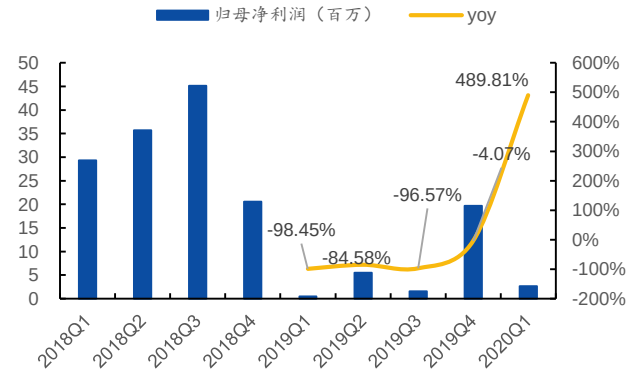
积极优化调整推动公司业绩于 2019Q4 触底回升，2020Q1 进一步改善，经营与业绩拐点初现。2019Q4 公司营业收入同比增长 30.74%至 8.36 亿元，增速由负转正；2020Q1 持续改善，营收同比增长 34.03%。归母净利润方面，2019Q4 利润降幅明显收窄，2020Q1 公司实现归母净利润 268 万元，在上年较小的基数下同比大幅增长 489.81%，主要由于公司不断优化品类结构，积极拥抱社媒调整营销方式，促使品牌盈利能力重回良性轨道。

图 4：2018Q1-2020Q1 季度营业收入及同比增长



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

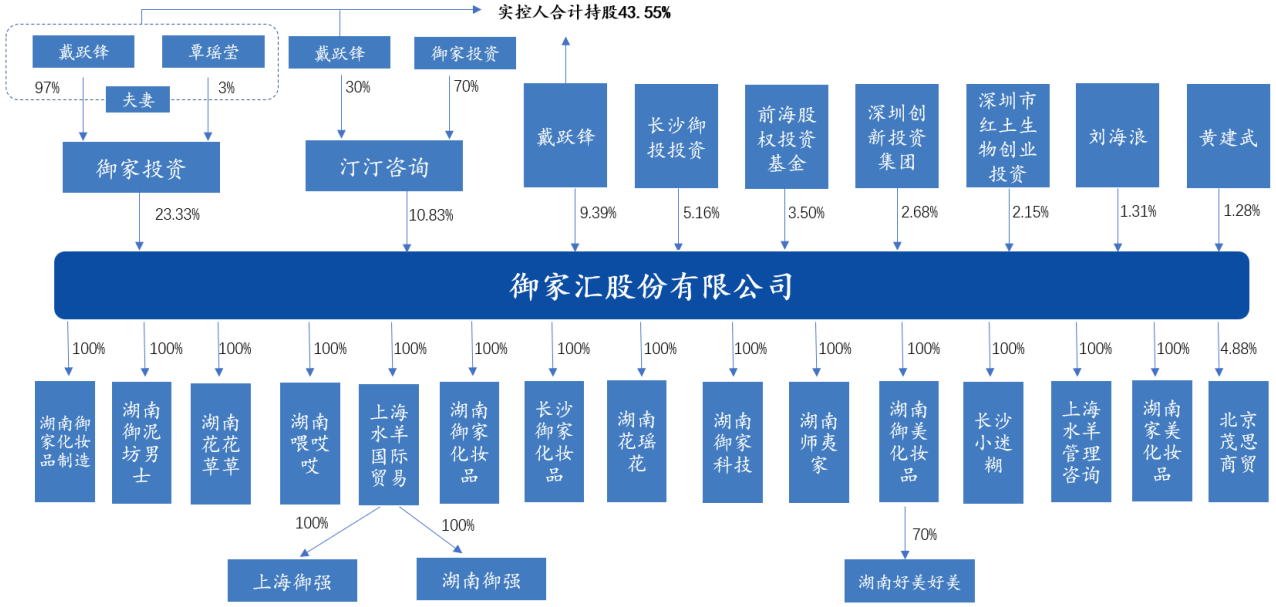
图 5：2018Q1-2020Q1 季度归母净利润及同比增长



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

公司股权结构相对集中，实控人戴跃锋合计持股 43.55%。董事长、总经理戴跃锋先生为公司实控人，戴跃锋及其妻子合计持股比例达 43.55%，其中直接持有公司股份 9.39%，通过御家投资和汀汀咨询间接控制公司股份 34.16%。其他大股东还包括长沙御投投资管理合伙企业（员工持股平台，持股比例 5.16%）、前海股权投资基金（持股比例 3.50%）等。

图 6：御家汇股权结构



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

实施股权激励计划，向 45%的员工授予股票期权/限制性股票，增强公司内部动力。2019 年 5 月公司推出股票期权激励计划和限制性股票激励计划，拟授予激励对象权益总计 865.67 万份，约占公告日公司总股本的 3.18%，首次授予的激励对象 787 人，约占公司当期员工总数的 45%。其中，首次授予权益总数为 692.54 万份，占本激励计划拟授出权益总数的 80%，预留权益 173.13 万份，占比 20%。首次授予的股票期权/限制性股票均在首次授予日起满 12 个月后分四期行权/解除限售，每期行权/解除限售的比例分别为 25%、25%、25%、25%。

2019 年 7 月，公司完成 2019 年首次授予股票期权及限制性股票的登记，最终向 494 名激励对象实际授予股票期权 412.85 万份，行权价格为 11.93 元/股，向 423 名激励对象实际授予限制性股票 312.08 万股，价格为 5.97 元/股。2020 年 5 月，完成 2019 年预留部分股票期权及限制性股票的授予登记，最终向 256 名激励对象实际授予预留部分股票期权 101.65 万份，行权价格为 9.12 元/股，向 251 名激励对象实际授予预留部分限制性股票 96.61 万股，授予价格为 4.56 元/股。

激励计划制定的业绩目标为 2019-22 年营业收入不低于 27/31.5/36/40.5 亿元，2019 年公司营业收入 24.1 亿，未能达标；2020 年营业收入目标为 31.5 亿元，对应同比增速为 30.59%，2020Q1 公司营业收入同比增长 34.03%，业绩改善明显，具备实现预期目标的可能。

表 1：御家汇股权激励方案

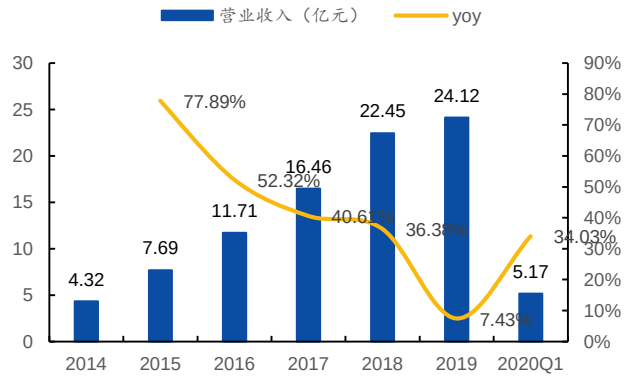
	行权/解除限售安排	比例	业绩考核要求	实现情况与未来增速考核目标
首次授予的股票期权/限制性股票	第一个行权期/解除限售期	25%	2019 年营收不低于 27 亿	2019 年实现收入 24.1 亿，未达标
	第二个行权期/解除限售期	25%	2020 年营收不低于 31.5 亿	相比 2019，2020 收入增速不低于 30.6%
	第三个行权期/解除限售期	25%	2021 年营收不低于 36 亿	相比 2019，2021 收入增速不低于 49.2%
	第四个行权期/解除限售期	25%	2022 年营收不低于 40.5 亿	相比 2019，2022 收入增速不低于 67.9%
预留授予的股票期权/限制性股票	第一个行权期/解除限售期	25%	2020 年营收不低于 31.5 亿	相比 2019，2020 收入增速不低于 30.6%
	第二个行权期/解除限售期	35%	2021 年营收不低于 36 亿	相比 2019，2021 收入增速不低于 49.2%
	第三个行权期/解除限售期	40%	2022 年营收不低于 40.5 亿	相比 2019，2022 收入增速不低于 67.9%

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2. 财务分析：近几年波动成长，2020 年业绩拐点初现

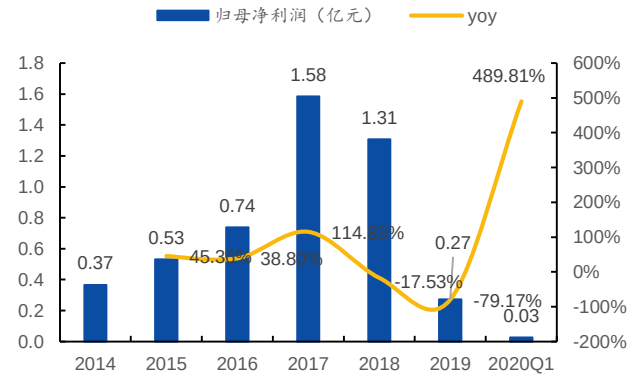
2014-2019 年公司营收增速逐渐放缓，利润端波动下行，2020Q1 营收与利润均显著改善。2014-2017 年公司营收与利润均处于快速增长期，2017-2019 年收入增速放缓，从 2017 年的 40.61%下降至 2019 年的 7.43%，同期归母净利润出现负增长，2019 年归母净利润下降 79.17%至 0.27 亿元，主要由于 2018 年电商内部流量红利逐渐消失，叠加平价面膜行业竞争加剧，公司业务拓展与盈利能力双双承压。2019 年下半年起，随着公司积极调整产品结构，营销端拥抱短视频、直播等新媒体、新营销方式，同时海外代理业务实现快速发展，收入与业绩均有所起色。2020 年 Q1 即使在新冠疫情影响下，公司仍实现了营业收入 5.17 亿元，同比增速恢复至 34.03%；实现归母净利润 0.03 亿元，同比增长 489.81%。

图 7：2014-2020Q1 营业收入及同比增长



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 8：2014-2020Q1 归母净利润及同比增长

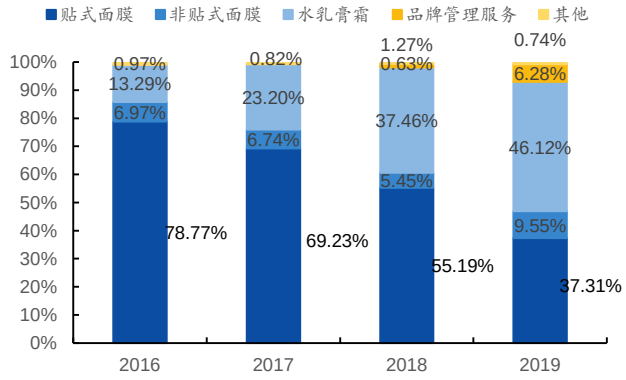


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

公司品类渐趋多元化，水乳膏霜占比逐年提升，打破以贴式面膜为主的品类结构。公司以面膜品类起家，2015 年面膜品类（贴式面膜+非贴式面膜）收入占比超过 85%，此后，一方面公司有意拓展其他护肤品类，另一方面平价面膜市场竞争加剧，2015-2019 年公司贴式面膜营收占比迅速下降，由 78.77%降至 37.31%，非贴式面膜营收占比呈波动上行的态势，至 2019 年达到 9.55%。近年来，公司自有品牌尝试发展水乳膏霜品类，同时代理品牌以水乳膏霜类护肤品为主，推动水乳膏霜品类占比迅速提升，至 2019 年收入占比已达到 46.12%，反超贴式面膜成为第一大品类。

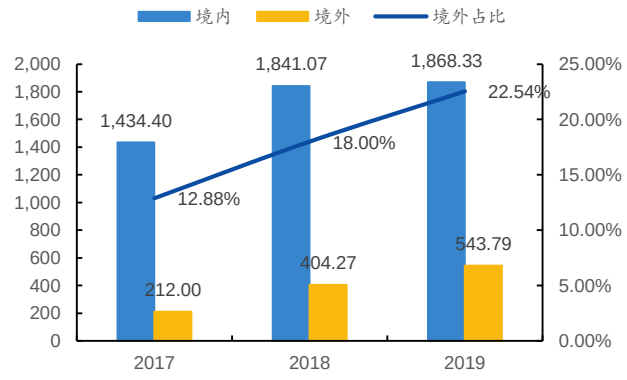
分区域看，以代理销售为主的境外业务快速发展，至 2019 年境外收入 5.44 亿元，同比增长 34.65%，占比达到 22.54%。公司境外业务主要为采购代运营的国际品牌产品（如丽得姿、城野医生等），出售给境内消费者。2017 年来境外业务快速发展，收入从 2017 年的 2.12 亿增长至 2019 年的 5.44 亿，占比从 12.88%上升至 22.54%，主要由于国际代理业务不断发力，帮助合作品牌实现良好的销售成果。2019 年在境内业务收入基本持平的情况下，境外业务同比增长 34.5%，成为拉动全年营业收入的重要因素。

图 9：2016-2019 公司各业务占营业收入比例



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

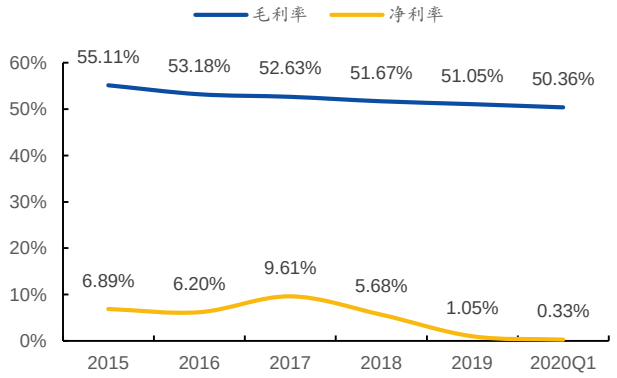
图 10：公司境内外营业收入（百万元）以及境外占比



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

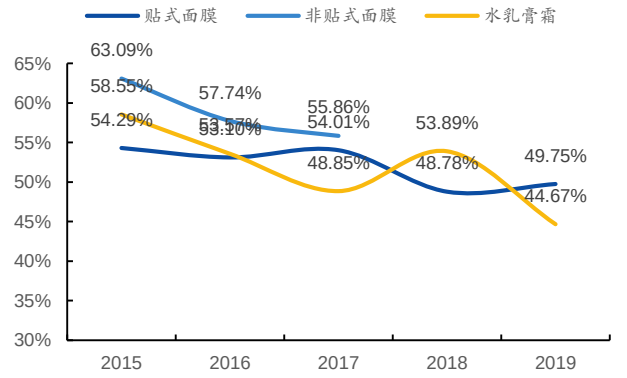
过往公司毛利率与净利率呈下滑态势，一方面由于平价贴式面膜竞争激烈，挤压公司利润空间；另一方面低毛利代理业务占比提升，拉低整体利润率。2015 年至今公司毛利率持续缓慢下滑，由 55%降至 50%左右，主要由于大众护肤品与平价面膜市场近几年竞争激烈，且线上销售价格透明，使得公司产品毛利率承压。分品类看，贴式面膜与水乳膏霜毛利率均在 50%左右波动，贴式面膜毛利率在 2018 年显著下跌后于 2019 年企稳回升；水乳膏霜毛利率 2019 年下滑明显，预计于低毛利代理业务快速增长有关。公司净利率 2017-2019 年下滑明显，从 9.61%下降至 1.05%，除毛利率因素影响外，主要由于公司为应对市场变化，加大渠道建设与营销投放致使费用增加，短期利润端承压。

图 11：2015-2020Q1 整体毛利率及净利率



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 12：2015-2019 主营业务细分毛利率

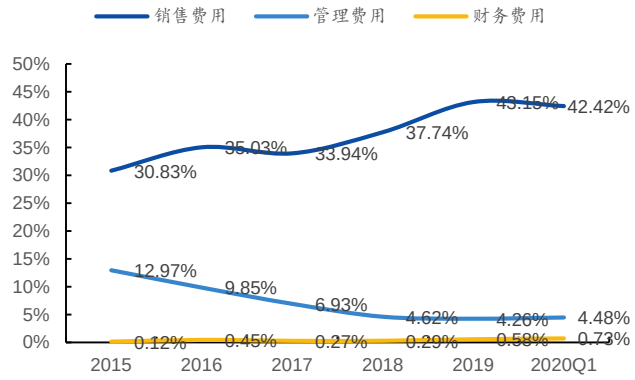


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

销售费用率显著提升，管理费用率、研发费用率呈下降趋势。2015-2019 年公司销售费用率从 30.83%上升至 43.15%，主要由于公司所处市场环境发生变化，公司为维持市场份额加大了线上平台推广服务投入，同时运营人员扩充使相关职工薪酬提升。公司管理费用由 2015 年的 12.97%降至 2019 年的 4.26%，管理效率不断提升，2019 年主要得益于咨询服务费与股份支付的支出减少。公司研发投入相对稳定，研发费用率维持在 2%左右，近几年略有下滑主要系收入端代理业务占比提升，实质上

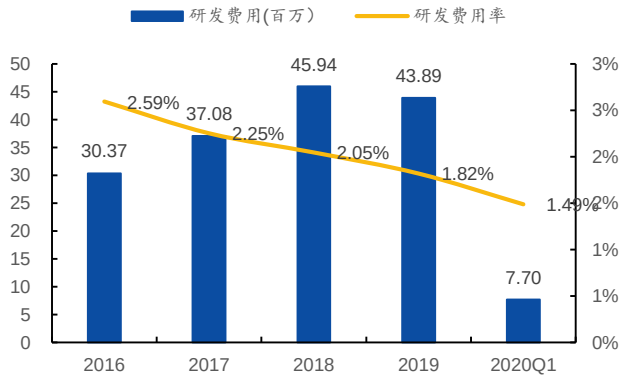
研发费用/自有品牌收入比例维持稳定。

图 13：2015-2020Q1 销售、管理、财务费用率



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 14：2016-2020Q1 研发费用及研发费用率

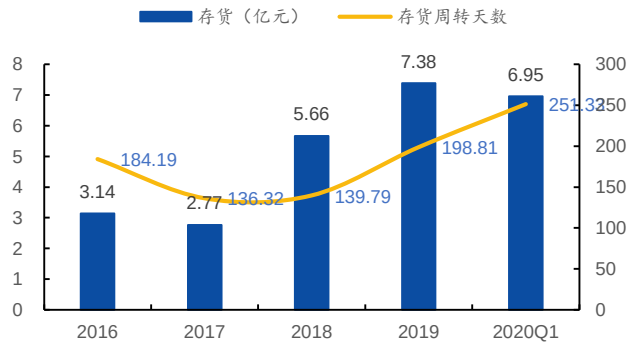


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2017-2019 年公司存货显著提升，主要系代理业务扩张带来的各品牌储备库存增加。公司存货 2018、2019 年上升明显，至 2019 年达到 7.38 亿元，主要由于公司从 2018 年开始拓展品牌代理业务，2019 年代理业务承接提速，2019 下半年强生集团旗下品牌陆续切换至公司运营，在承接初期公司需进行各品牌产品的安全库存储备，导致库存短期增加迅速，存货周转天数提升至 199 天。但随着品牌代理业务逐渐步入正轨，叠加以强生为代表的大集团对区域库存的严格控制，预计公司存货会逐渐改善。

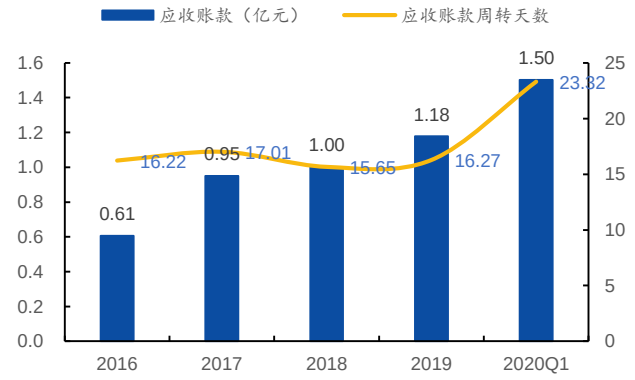
应收账款周转天数保持在 16 天左右，周转较快。公司应收账款主要来自线上与线下渠道的经销商，由于公司线上直营模式占比较高，整体应收账款规模较小，对应周转天数稳定在 16 天左右。2020 年一季度受到新冠疫情的影响，公司应收账款略有上升，应收账款周转天数增加至 23.32 天。

图 15：2016-2020Q1 存货及存货周转天数



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 16：2016-2020Q1 应收账款及应收账款周转天数



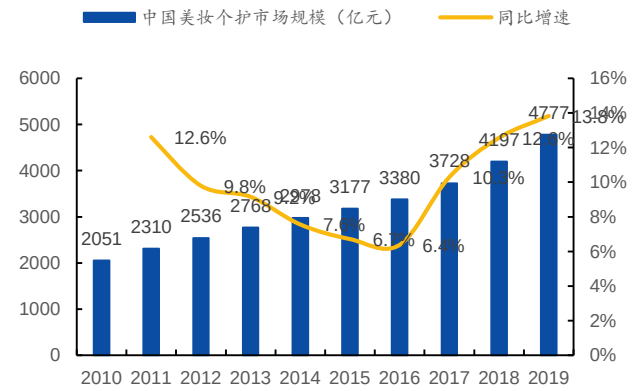
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

3. 行业情况：化妆品行业高景气，代运营行业持续扩容

3.1 化妆品行业：受益于消费人口与消费额扩容，处于中高速成长期

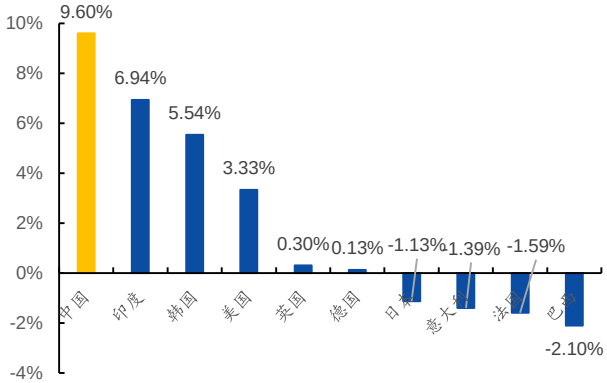
中国化妆品行业规模大且具有成长性，2017-2019 年增长提速，十年复合增速领跑全球。中国是全球第二大化妆品消费国，2019 年美妆个护市场规模达到 4777 亿元，同比增长 13.8%，增速较 2018 年提升 1.2pct，自 2017 年起加速成长。放眼全球，前十大化妆品消费国中中国、印度、韩国等新兴市场在过去十年增长较快，中国在 2010-2019 年中以 9.6%的复合增速领跑全球。

图 17：中国美妆个护市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心

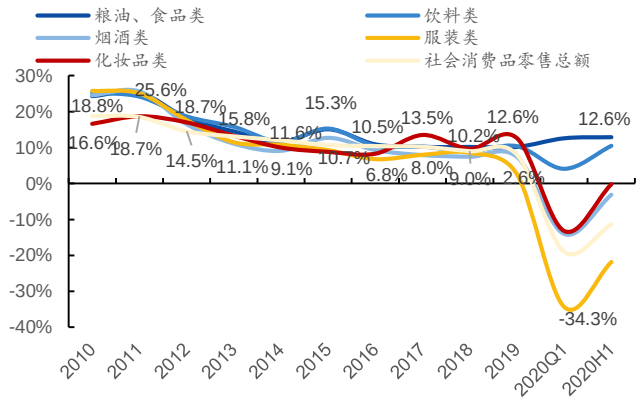
图 18：前十大化妆品消费国 2010-2019 复合增长率



资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心

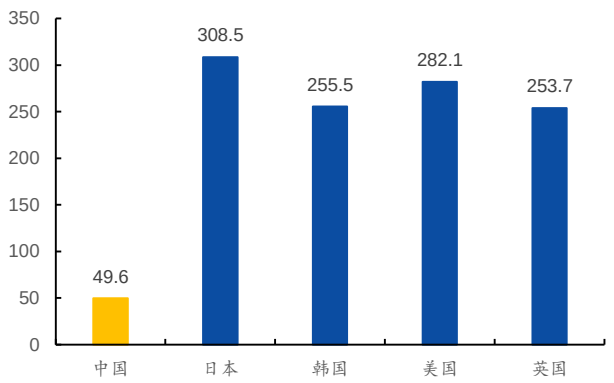
化妆品赛道景气度在各消费品类中突出，目前人均消费较低，未来增长空间大。根据国家统计局数据，自 2017 年 5 月起，我国限额以上批发和零售业化妆品零售额同比增速开始进入高位，增长显著快于食品粮油、饮料、烟酒、服装等消费品。2017-2019 年全年零售额累计同比增速分别达到 13.5%、9.6%、12.6%，高于社会消费零售总额 3.3pct、0.7pct、4.6pct，保持着较高的景气度。2020 年新冠疫情期间，化妆品消费也体现出一定刚性与极快的恢复能力，2020Q1 出现一定下滑后，2020Q2 迅速反弹，至 5 月、6 月增速已恢复至正常水平，分别达到 12.9%与 20.5%，整体看 2020 年 1-6 月限额以上化妆品零售额同比已基本持平（-0.2%），显著高于同期社零消费增速（-11.4%）。同时，我国大多数化妆品消费者仍处于“护肤入门”阶段，2019 年人均美妆个护产品消费额仅为 49.6 美元，仅为日本、美国的 1/6 与韩国、英国的 1/5，随着消费升级带动的品类增加与单价提升，中国人均化妆品消费额有望逐渐追赶欧美日韩等化妆品大国。

图 19：2010-2019 年主要消费品类零售额增速



资料来源：国家统计局，国元证券研究中心

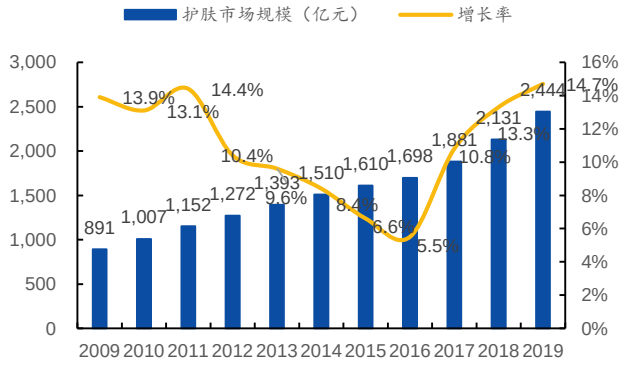
图 20：2019 年各国人均化妆品消费额（美元）



资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心

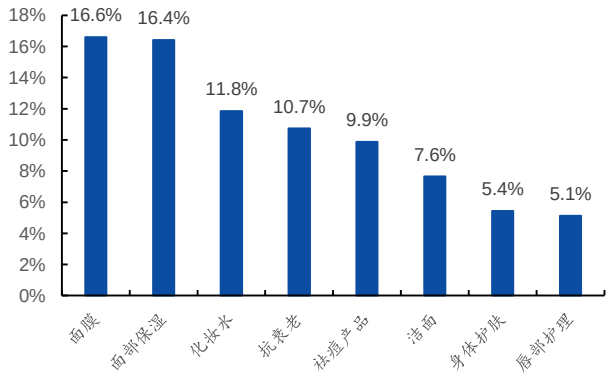
护肤品类自 2017 年以来增长不断提速，其中面膜品类增速领跑。护肤品为个护美妆市场 TOP1 品类，2019 年中国护肤品市场规模达到 2444 亿元，同比增长 14.7%，占个护美妆市场规模的 51.16%。聚焦细分品类，护肤赛道中面膜品类 2013-2019 年 CAGR 高达 16.6%，其中 2018、2019 年仍然维持 20.4%与 14.7%的较高增速，处于需求释放期。

图 21：2009-2019 中国护肤市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心

图 22：2013-2019 中国护肤市场细分品类 CARG



资料来源：Euromonitor，国元证券研究中心

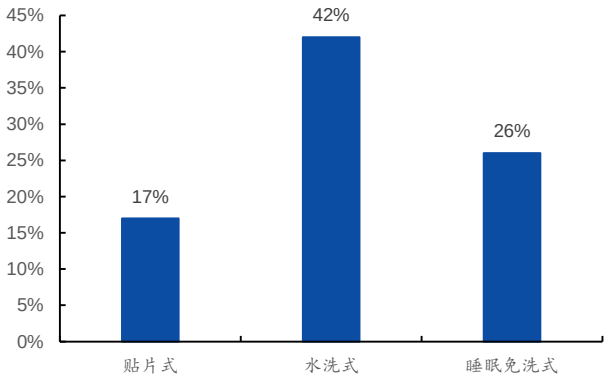
面膜细分品类中，贴片面膜占绝大多数份额，但水洗式、睡眠免洗式等多元化需求逐渐上升，市场开始向长尾需求扩散。市场上面膜产品主要包含四类，贴片式、水洗涂抹式（乳霜状、冻胶状、膏泥状）、睡眠免洗式、撕拉式。其中的贴片面膜占绝大多数份额，近几年年轻消费群体对产品的需求更加多元化，带动睡眠免洗、水洗涂抹式面膜需求提升。从增速来看，根据淘数聚，2020 年 Q1 淘系平台贴片式、水洗式、睡眠免洗式面膜同比增幅分别为 17%、42%、26%，非贴片式面膜正逐渐抢占市场空间。

图 23：面膜市场主流产品



资料来源：国元证券研究中心

图 24：2020Q1 淘系面膜细分品类增速

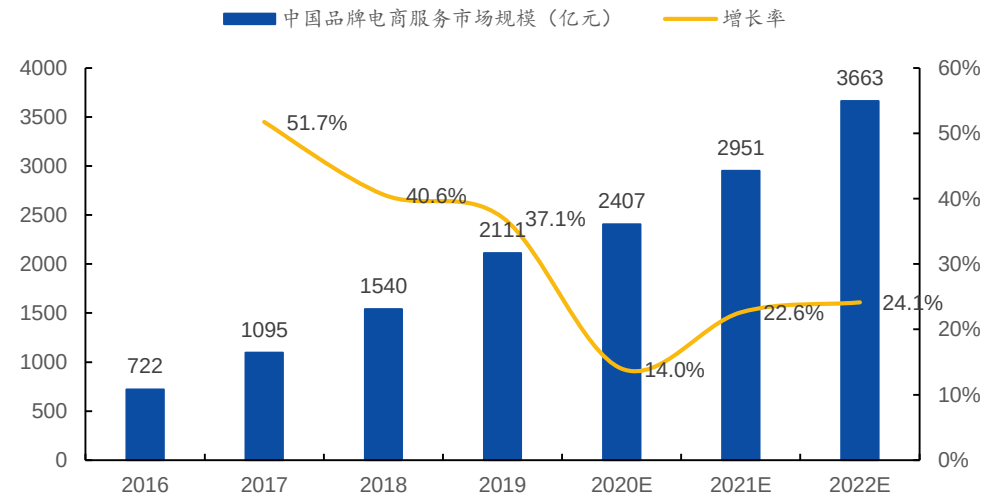


资料来源：爬虫数据，国元证券研究中心

3.2 电商代运营行业：随 B2C 电商发展持续高增长，国际品牌需求更大

在以天猫为核心的 B2C 电商快速发展之下，依托于电商平台的电商服务行业也迅速发展。根据艾媒咨询，2019 年中国品牌电商服务市场规模达到 2111 亿元，同比增长 37.1%，5 年复合增速高达 43.03%，显著高于天猫大盘增速。2020 年新冠疫情虽然对电商行业带来一定冲击，但长期来看，它将加速线下品牌拓展线上渠道，拥抱数字化技术提升经营效率，品牌电商服务商未来仍有广阔发展空间。

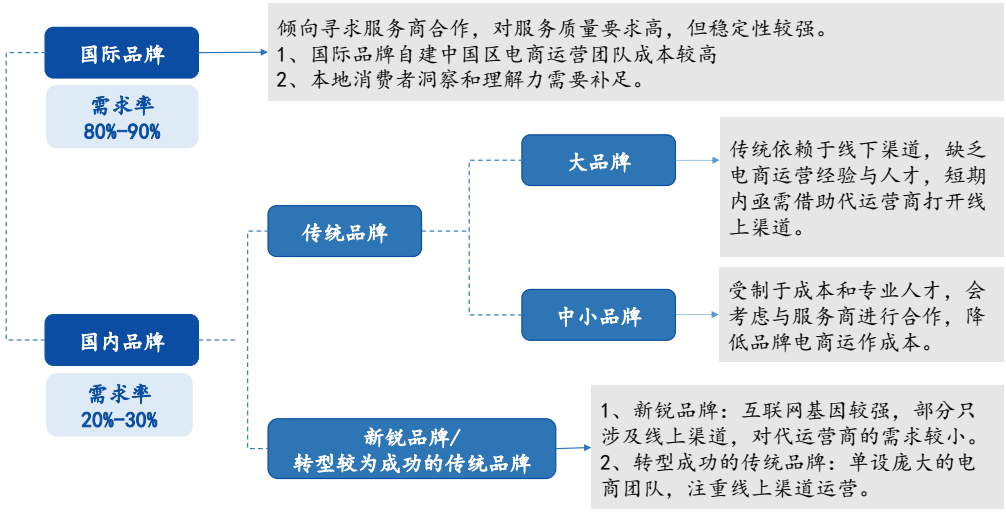
图 25：品牌电商服务市场规模及增速



资料来源：艾媒咨询，国元证券研究中心

国际品牌对于外包电商运营服务的需求高于国内品牌，且倾向于合作具备一定规模与经验的品牌运营商。根据艾瑞的数据，2019 年国际品牌对于服务商需求比率达到 80%-90%，主要由于 1）国际品牌组建国内电商团队成本较高，外包具有成本优势；2）借助品牌服务商对于本地消费者的洞察和理解，可帮助国际品牌更好在中国落地运营。同时由于国际品牌对服务质量要求高，大品牌所需的服务团队规模较大，因此更倾向于选择过往具备品牌运营经验的服务商合作。

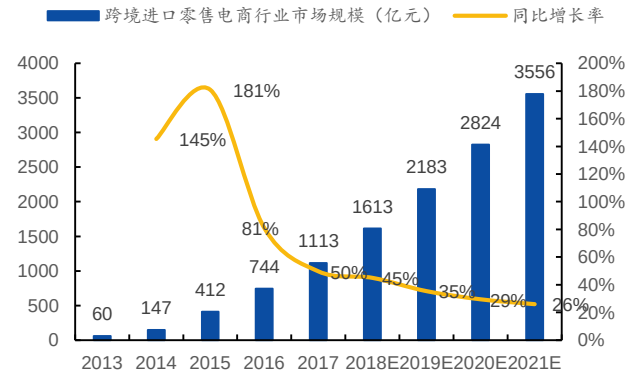
图 26：国际品牌与国内品牌对于电商服务商需求对比情况



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究中心

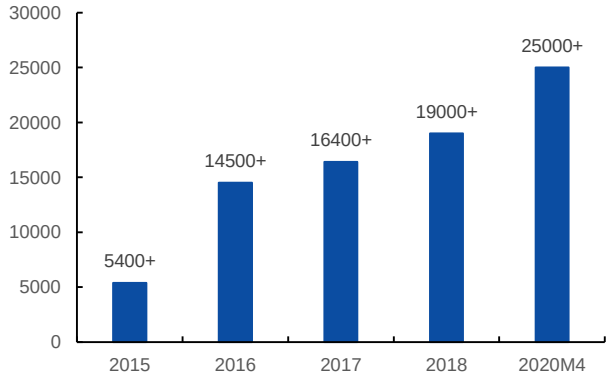
跨境进口电商处于高增长期，天猫国际每年引入进口美妆品牌数百个，2020 年阿里计划持续发力进口美妆，品牌电商服务行业下游需求持续扩容。2017 年我国跨境进口零售电商行业市场规模为 1113 亿元，同比增速高达 50%，预计到 2021 年达到 3556 亿。天猫国际自 2016 年起加速品牌引入，截至 2020 年 4 月已有全球 92 个国家和地区的 25000 多个海外品牌入驻天猫国际，其中美妆品牌增长突出，2019 年天猫国际美妆超 500 个新品牌入驻，13 个销售过亿，整体美妆品牌销售同比增长 180%。2020 年 4 月阿里巴巴表示 5 年内投入 2000 亿美元发力进口美妆，未来 1 年计划引入 800 个海外美妆新品牌。小众进口品牌的优质表现有望促使越来越多的国际品牌进入中国市场，跨境品牌电商代运营服务需求持续扩张。

图 27：跨境进口零售电商行业市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，国元证券研究中心

图 28：天猫国际引入进口品牌数



资料来源：CBNData，天猫国际，国元证券研究中心

图 29：天猫国际美妆发展计划及 2019 年美妆亿元俱乐部



资料来源：天猫国际，国元证券研究中心

4. 公司分析：多品牌、多渠道、灵活营销铸造竞争力

公司坚定“多品牌、多品类、全渠道”的发展战略，近年来不断调整品类结构、丰富品牌矩阵。目前自有+代理品牌已形成“一个 10 亿级品牌+两个 3 亿级品牌+多个成长期品牌”的多层次品牌矩阵；品类方面以面膜为强势品类，逐步拓展至水乳膏霜、彩妆、洗护等多个类目；销售渠道覆盖天猫、淘宝、京东、唯品会、云集、拼多多等线上全平台及线下 KA、CS 等核心网点。同时，营销端公司积极拥抱新媒体平台，成功捕捉短视频、电商直播等新兴营销风口，淘外平台投放效果迎来边际改善。

4.1 品牌：多品牌矩阵初步确立，代理品牌业务持续放量

一个 10 亿级品牌+两个 3 亿级品牌，构建品牌矩阵基本盘，代理业务有望助力中小品牌拓展。公司目前已形成包含“自有+代理”的多品牌矩阵，自有主品牌御泥坊 2019 年收入体量 10 亿左右，同年欧睿口径下零售额 23.14 亿元。中等规模的品牌中，自有品牌小迷糊 2019 年收入超 3 亿左右，2017 年起代理的品牌城野医生线上收入规模也超过 3 亿，三大品牌构成公司头部品牌矩阵。此外，公司还有 4 个正在培育中的自有品牌以及多个代运营品牌，自有品牌包括 2015 年收购的台湾面膜品牌大水滴（原名薇风）、男士护肤品牌御 MEN、主打无添加的民族品牌花瑶花、以及功效型护肤品牌 HPH。代理品牌主要包括强生集团旗下露得清、大宝、李施德林等 16 个品牌，以及 KIKO、LUMENE、ALBION、EVIDENS 等国际小众品牌。公司有望将多年来的互联网品牌运营经验，复制到国际品牌上，帮助国际品牌开拓中国市场；同时，在与以强生为代表的国际集团合作过程中，公司有望学习借鉴海外成熟公司的运营及品牌经验，反哺自有中小品牌发展。

图 30：御家汇品牌矩阵



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

4.1.1 自有品牌：御泥坊聚焦爆款打造与品牌升级，子品牌差异化定位拓展细分市场

自有品牌以御泥坊为核心，逐渐孵化定位不同人群和需求的子品牌。主品牌御泥坊依然以面膜为主打，2020 以年来聚焦品牌升级与产品结构优化，有望升级品牌形象，提升品牌盈利能力。其他子品牌纷纷聚焦差异化细分市场，小迷糊重点定位年轻大学生人群；大水滴由原台湾品牌薇风改名升级而来，紧扣“熬夜肌，大水滴”的概念；花瑶花主打民族美学概念，聚焦无添加护肤品；御 MEN 定位尚在培育期的男士护肤赛道；HPH 切入高景气的功能性护肤赛道。

表 2：公司自主品牌介绍

品牌	诞生时间	品牌定位	主要品类	主打产品	定价	2019 年表现情况	天猫旗舰店粉丝数
御泥坊	2006	天然护肤品牌	面膜+水乳膏霜+彩妆	氨基酸泥浆面膜	109/90ml	收入 10 亿左右，零售额约 23 亿	960 万
小迷糊	2013	青春/IP 品牌	面膜+水乳膏霜+彩妆	小水库补水面膜	79.9/20 片	收入 3 亿左右	241 万
大水滴（原名薇风）	2015 收购	补水修复品牌	面膜	大水滴凝乳精华面膜	149.9/10 片	全年销售同比增长 84.36%	19 万
花瑶花	2011	无添加民族护肤品牌	护肤	0 皂基洁面液	89.9/120ml	天猫旗舰店销售额 1000 万+	62.7 万
御 MEN	2016	专业男士品牌	男士护肤+彩妆	竹炭洁面	79.9/150ml	天猫旗舰店销售额约 5000 万	43.7 万
HPH	2019	功效修护品牌	小剂型护肤品	HPH 医用冷敷贴	169/5 片	“线雕美白线”首次亮相云集即售罄	9073

资料来源：公司官网，国元证券研究中心

御泥坊：进行品牌升级、产品结构优化，持续强化面膜品类优势。

1）品牌升级：品牌从外形到内核进行升级，主打“中国风”形象设计，推出中高端产品“九法净颜泥浆面膜”。御泥坊品牌定位古法技艺与现代护肤科技的结合，2019 年起，公司顺应“国潮”趋势，在店铺装饰、产品包装上都更加注重“中国风”的形象打造。2020 年公司在产品端进行升级，重磅推出中高端产品九法净颜泥浆面膜，产品选取天然伊利水云母，承袭盛于唐宫的九道水飞法，经“择、化、浸、制、解、置、滤、沉、陈”九道工序，制成水粘如雾般的泥浆精华，再调和东方君药丹参以及黄岑、当归等八味东方草本，最终制得兼具高效清洁控油能力与细腻质地的九法净颜泥浆面膜。外形方面，唐风包装高度契合产品古法今用的理念，精美的红色瓶身再配以古色古香的包装盒和伴手信，让消费者在使用过程中充满仪式感。定价方面，九法面膜天猫旗舰店定价 219/瓶，显著高于品牌其他明星产品。随着新产品的逐步推广，未来在客单价与品牌调性端都有望实现升级。

图 31：御泥坊九法净颜泥浆面膜



资料来源：天猫御泥坊旗舰店，国元证券研究中心

图 32：御泥坊核心产品价格对比

核心产品	单价
九法净颜泥浆面膜	219.0/瓶
美白淡斑面膜	129.9/20 片
橙花精油黑魔	129/20 片
净痘茶树泥浆面膜	119.9/瓶
盈透黑面膜	99.9/21 片
美白睡眠面膜	99.9/瓶
氨基酸泥浆面膜	89.9/瓶
果莓面膜	89.9/21 片

资料来源：天猫御泥坊旗舰店，国元证券研究中心

2）产品结构优化：从优势面膜品类向多品类拓展；面膜品类侧重点从贴片式面膜逐渐向水洗式面膜倾斜，头部单品也从低单价产品向较高单价产品转移。公司产品结构优化主要体现在三方面：（1）品类扩充：从单一面膜品类逐渐拓展到水乳膏霜、精华、彩妆等品类，其中在 2019 年成功打造出 V7 滤镜素颜霜这一非面膜类爆款单品。（2）面膜细分品类中，公司在增速更快的水洗式面膜中投入更多资源，成功打造出月销超 30 万+的氨基酸泥浆面膜，目前这一 SKU 在 2020 年已连续 4 个月位居热销宝贝榜首；同时，公司重磅新品九法泥浆面膜同样属于水洗式面膜，整体产品思路符合当前面膜市场趋势。（3）在市场容量最大的贴片式面膜中，公司注重产品升级，重点聚焦片单价较高的美白淡斑面膜（129.9 元/20 片），减少价格较低的果莓面膜（89.9 元/21 片）、盈透黑面膜（99.9 元/20 片）等产品的投放，目前已取得不错的成效，2020 年 5、6 月份美白淡斑面膜已稳居品牌天猫旗舰店销量第二的位置。产品结构的优化，一方面有望帮助品牌提升客单价，促进品牌升级；另一方面也有望帮助品牌拓宽天花板，寻找第二增长曲线。

表 3：2019M7-2020M6 御泥坊旗舰店 TOP5 榜单

排名	2020 年 6 月	2020 年 5 月	2020 年 4 月	2020 年 3 月	2020 年 2 月	2020 年 1 月
1	**氨基酸泥浆面膜**	**氨基酸泥浆面膜**	**氨基酸泥浆面膜**	**氨基酸泥浆面膜**	盈透黑面膜	盈透黑面膜
2	美白淡斑面膜	美白淡斑面膜	盈透黑面膜	盈透黑面膜	**氨基酸泥浆面膜**	果莓面膜
3	果莓面膜	盈透黑面膜	美白淡斑面膜	美白淡斑面膜	美白淡斑面膜	V7 滤镜素颜霜
4	盈透黑面膜	亮颜小灯泡面膜	茶颜悦色肌肽精华液膜盒	果莓面膜	果莓面膜	红石榴化妆品套装
5	美白睡眠面膜	茶颜悦色肌肽精华液膜盒	V7 滤镜素颜霜	V7 滤镜素颜霜	金桂花眼膜贴	美白淡斑面膜
排名	**2019 年 12 月**	**2019 年 11 月**	**2019 年 10 月**	**2019 年 9 月**	**2019 年 8 月**	**2019 年 7 月**
1	果莓面膜	果莓面膜	**氨基酸泥浆面膜**	果莓面膜	果莓面膜	盈透黑面膜
2	盈透黑面膜	盈透黑面膜	果莓面膜	**氨基酸泥浆面膜**	**氨基酸泥浆面膜**	**氨基酸泥浆面膜**
3	V7 滤镜素颜霜	V7 滤镜素颜霜	V7 滤镜素颜霜	盈透黑面膜	盈透黑面膜	果莓面膜
4	男士专用膜	**氨基酸泥浆面膜**	小奶泡洗面奶	V7 滤镜素颜霜	V7 滤镜素颜霜	橙花精油黑膜
5	**氨基酸泥浆面膜**	美白淡斑面膜	盈透黑面膜	小布丁面膜	海盐泡泡面膜	金桂花眼膜贴

资料来源：淘数据，国元证券研究中心

新锐品牌方面，IP 美妆品牌“小迷糊”重点定位年轻大学生人群，在年轻群体中的忠诚度与复购率较高。小迷糊品牌目前规模超 3 亿，拥有自主创意 IP 形象“小迷糊”，主张给肌肤做减法、还原自然本态的护肤理念，产品相对平价。品牌主要定位年轻大学生人群，因此在推广方面会通过校企活动等方式精准触达校园市场，成功培养了自有 IP 群体，深受年轻消费群体 00 后的喜爱，在目标群体中具有较高的品牌忠诚度。旗下明星包括爆款“小水库”补水面膜、烟酰胺大白瓶护肤套装等，截至 2020 年 5 月，“小水库”补水面膜天猫旗舰店累计销量 1 亿+片，消费者累计好评 80 万+。

中高端面膜品牌“大水滴”由公司 2015 年收购的台湾品牌“薇风”升级更名而来，品牌精准定位熬夜肌人群。大水滴（薇风）品牌已有 19 年历史，目前规模接近 1 亿元，在 2012 年曾风靡中国台湾护士圈，2015 年被御家汇收购，2018 年获得中国台湾“cosme 大赏”FG 特优勋章，具备良好的口碑与产品力。品牌定位中高端面膜市场，主打单品为“三分子玻尿酸精华补水面膜”，定价 149.9/10 片，显著高于御泥坊与小迷糊的面膜价格带， 有望帮助品牌进行中高端面膜的探索。

图 33：小迷糊明星产品“小水库”



资料来源：小迷糊天猫旗舰店，国元证券研究中心

图 34：大水滴品牌历史及其明星产品



资料来源：大水滴天猫旗舰店，国元证券研究中心

“御 MEN”由御泥坊男士品牌升级而来，主打专业男士护肤，品牌专为男士研发出了有效控油的 uniClear®均衡配方。2019 年品牌成功打造口碑爆款竹炭洁面，2019 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，2020 年产品热度维持，至 2020 年 7 月单品月销达到 8 万+。

花瑶花定位民族美学护肤品，以湖南花瑶族为创意理念，开创“以花养颜”理念，倡导以自然力量还肌肤花颜之美，回归生活本真。产品瓶身设计源自花瑶的服饰创意，2013 年曾获得德国红点大奖。

2019 年公司推出功效修护品牌 HPH，积极把握功能性护肤这一高景气赛道。产品主攻小剂型护肤，包装极具现代科技感，覆盖“成分党”消费者，2019 年品牌主打产品“线雕美白线”提拉修护胶原蛋白精华套组在社交电商平台云集首次面世后，6 分钟售出 3.5w 套超 1000 万销售额，16 分钟紧急追加库存后仍然售空，取得了近 1500 万的销售额。

图 35：御 MEN 口碑爆款竹炭洁面与花瑶花经典产品



资料来源：品牌官网，御 MEN 微信公众号，国元证券研究中心

图 36：HPH 主打产品提拉修护胶原蛋白精华套组



资料来源：HPH 旗舰店，国元证券研究中心

4.1.2 代理品牌：复制自有品牌及流量运营经验，赋能国际代理品牌

公司是业内唯一具备自有品牌孵化及运营经验的代运营商，可帮助国际品牌完成中国市场 0-1 的突破与 1-N 的成长。2015 年起，御家汇开始进军国际品牌产品代理业务，2016 年公司与韩国面膜第一品牌丽得姿达成合作，2017 年和强生集团首次达成重要战略合作，获得旗下品牌 Dr.Ci:Labo（城野医生）在线上独家代理权。公司通过专业化运作、精细化运营，帮助城野医生品牌高速增长，3 年体量达到 3.5 亿，并且完成中国区域品类再造。2018 年公司整合公司资深管理、运营团队，开放独立平台“水羊国际”，定位全球美妆市场，提供产品、物流、渠道、品牌、服务全套链接，为全球优秀品牌提供中国市场的全套解决方案。同年，公司与美国时尚洗护品牌 OGX、意大利时尚彩妆品 KIKO、日本高端百货护肤品牌 ALBION 达成合作。2019 年代理业务持续发力，下半年起公司全面承接强生集团品牌代理，与旗下护肤品牌露得清、口腔护理品牌李施德林、婴儿护理品牌强生婴儿等展开合作，目前公司已承接强生旗下 16 个品牌的天猫店铺运营，2020 年有望继续承接强生集团部分淘外平台运营，持续扩张代理业务版图。

表 3：水羊国际主要合作品牌介绍

承接时间	品牌	品牌介绍	明星产品	天猫海外旗舰店粉丝数
2016.08	丽得姿	韩国唯一上市面膜企业	美蒂优氨基酸补水面膜	39.5 万
2017.02	城野医生	日本第一药妆品牌	377 美白精华、毛孔护理水	211 万
2018.04	OGX	美国时尚洗护品牌	樱花丰盈蓬松洗护套装	10.5 万
2018.07	KIKO	意大利时尚彩妆品牌	4 系经典小黑管、哑光粉饼	202 万
2018.09	ALBION	日本高端百货护肤品牌	爽肤精萃液（健康水）	22.8 万
2018.09	LUMENE	芬兰国民护肤品牌	极地冻膜	13 万
2018	ZELENS	英国实验室抗衰品牌	养肤粉底液	11.5 万
2019.07	EviDens	全球首个针对敏感肌抗衰品牌	三重胶原多效面膜	3890
2019	LIERAC	全球首个祛妊娠纹品牌	预防妊娠纹凝胶	5638
2019	嗳呵	全球护臀膏第一品牌	婴儿草本洗衣液	17.7 万
2019	李施德林	美国专业口腔护理品牌	零度漱口水	72.8 万

2019	强生婴儿	全球母婴第一品牌	婴儿牛奶沐浴露	50.6 万
2019.06	露得清	美国销售额第一的护肤品牌	A 醇修护晚霜	25.9 万
2019.08	大宝	强生收购的国货品牌	大宝 SOD 蜜	148 万

资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

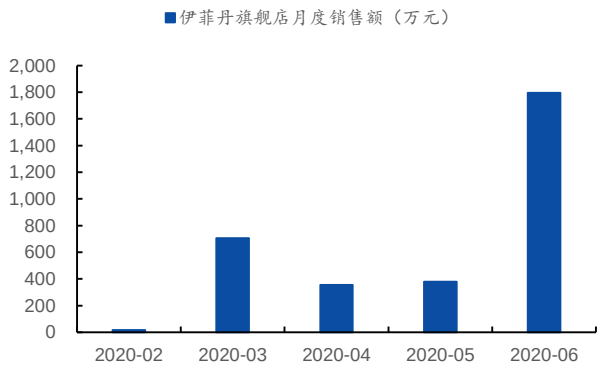
一方面，公司可助力小众国际品牌完成中国市场 0-1 的跨越式突破。以贵妇面膜品牌伊菲丹（EVIDENS）为例，法国伊菲丹品牌是全球首个针对敏感肌研发的抗衰品牌，品牌具备灵魂成分抗衰老配方 QAI Complex，旗下产品平均单价超 1000 元，2019 年 7 月携手御家汇正式入驻中国。御家汇在洞察伊菲丹品牌定位与调性后，利用“小红书”平台成功助力品牌触达中国消费能力较强的女性群体，通过黄圣依、唐艺昕等明星小红书自用推荐以及小红书博主评测，伊菲丹成功“出圈”。2019 年下半年起品牌开始爆发式增长，半年销售额超 7000 万；2020 年品牌明星产品超级面膜持续火爆，一度处于缺货状态，2020 年 6 月伊菲丹旗舰店月度销售额超 1700 万元，其中明星产品超级面膜 JOUR（1600 元/50ml）月销 4000+，焕颜修护礼盒（1800 元/超级面膜 50ml+精华面膜 30ml）月销 6000+。

图 37：黄圣依、唐艺昕小红书伊菲丹超级面膜推荐



资料来源：小红书，国元证券研究中心

图 38：伊菲丹旗舰店月度销售额

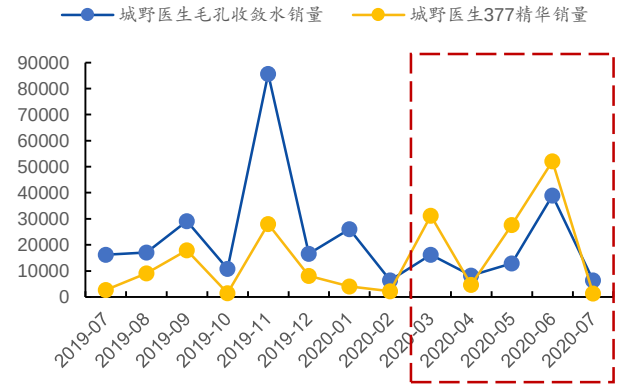


资料来源：淘数据，国元证券研究中心

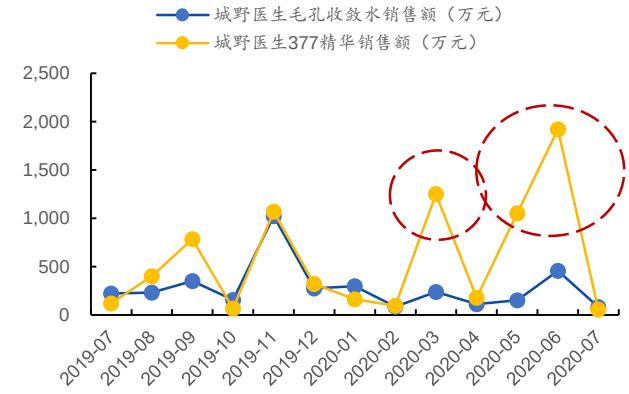
另一方面，公司可帮助具备一定声量的国际品牌进行品类再造，寻求 1-N 的第二增长曲线。以日本药妆品牌城野医生为例，城野医生因其口碑产品毛孔收缩水（109 元/100ml）被中国消费者熟知，但在代购、跨境电商等渠道的压力下，该产品价格难有上行空间。御家汇在接手城野医生后，帮助其进行中国区域主推产品筛选与升级，确定 377 美白精华（400 元/18.0g）为新的主推产品，并通过新媒体进行营销投放，成功打造出又一爆款产品，同时显著提升了城野医生在中国消费者心中的品牌价格定位，实现精华品类中国区域再造。从两款产品近一年的销售情况来看，2020 年上半年 377 精华的销量显著优于毛孔收敛水，且由于精华类产品单价较高，在重要促销节点的爆发性更强，为品牌持续成长。

图 39：城野医生“收敛水”与“377 精华”月销量

图 40：城野医生“收敛水”与“377 精华”月销售额



资料来源：淘数据，国元证券研究中心



资料来源：淘数据，国元证券研究中心

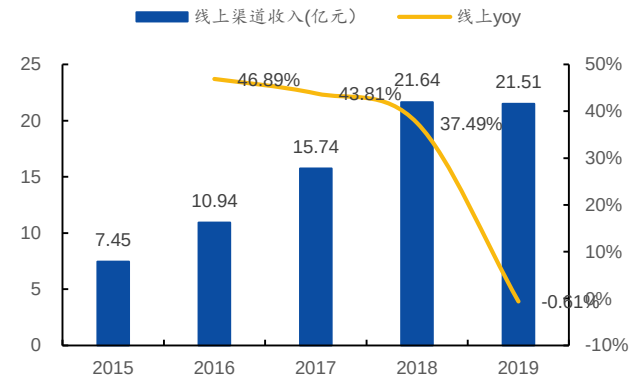
我们认为，公司代理业务未来增量一方面来自现有代理品牌的持续成长，另一方面来自新进国际小众品牌的承接与孵化。现有品牌中，强生集团为公司主要客户，2019 年下半年起公司开始全面承接强生业务，截至 2020 年上半年已基本完成淘内渠道承接，2020 年下半年起，公司将继续承接强生淘系外的线上渠道，持续扩大服务规模。此外，公司有望持续拓展国际新锐美妆品牌，复制城野医生与伊菲丹的成功经验，在产品、营销、运营等多方面给予小众品牌支持，助力其在中国地区实现突破。

4.2 渠道：线上积极拓展新兴电商平台，线下进驻屈臣氏、沃尔玛等补足

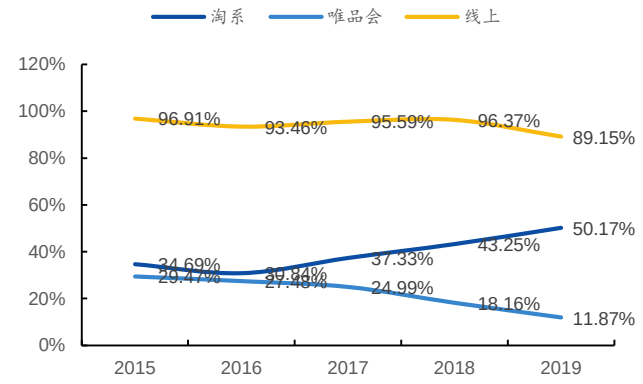
公司以线上销售为主，除淘系、京东、唯品会等核心平台外，近几年积极拓展拼多多、云集、爱库存等社交电商平台。2015-2018 年公司线上收入占比均在 90%以上，2019 年线下渠道加速拓展，线上收入占比降至 89.15%，但仍显著高于传统化妆品公司。分平台来看，淘系（天猫+淘宝）平台占据公司收入半壁江山，2015-2019 年淘系收入占比从 34.69%升至 50.17%，主要由于代理品牌运营集中在天猫平台；唯品会是公司第二大互联网销售渠道，但近几年因代理业务占比提升、平台景气度较弱等原因，收入占比有所下滑，至 2019 年唯品会收入占比降至 11.87%。此外，公司积极尝试新兴电商平台，如近几年兴起的社交电商平台拼多多、云集、星星优选、爱库存等，公司均在早期进行布局。

图 41：2015-2019 御家汇线上营业收入及同比增长

图 42：2015-2019 线上、淘系、唯品会销售收入占比



资料来源：公司公告，国元证券研究中心



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

上线微信“水羊潮妆”平台，布局私域流量运营，平台上线 4 个月注册会员突破 200 万，销量达到 108 万单。2020 年 3 月 26 日，御家汇正式上线水羊潮妆微信小程序，水羊潮妆致力为品牌消费者提供更优质的会员服务，其业务涵盖御家汇旗下自主和代理的共 30 多个品牌（自主品牌包括御泥坊、小迷糊、大水滴、花瑶花、御 MEN、HPH 等，代理国际品牌包括伊菲丹、城野医生、kiko、丽得姿、强生、Lumene、Zelens 等），涵盖护肤、彩妆、个护、母婴、男士等多个品类。水羊潮妆主要阵地为微信，采取私域流量运营思路，首次关注公众号后即通过大额优惠活动引导消费者加入社群，此后持续通过促销活动引导用户注册会员。水羊潮妆的会员可享有品牌消费金额兑换余额、品牌正装试用、余额抵现、购物返余额等专属特权，多维度特权可助力平台提升客户的留存水平。

图 43：御家汇旗下水羊潮妆小程序及公众号引导私域流量过程



水羊潮妆小程序



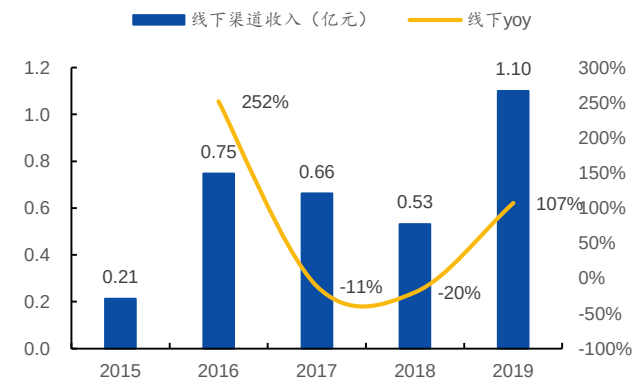
水羊潮妆公众号引导用户加入私域社群

资料来源：水羊潮妆公众号、小程序，国元证券研究中心

公司积极拓展线下渠道，经过几年探索 2019 年迎来转折，线下渠道恢复良性增长。作为互联网淘品牌，公司过往缺乏线下运营经验，2015 年起公司发力拓展线下，旗

下核心品牌进驻屈臣氏南部地区系统；2016 年以屈臣氏为代表的线下代销模式收入增长较快，拉动品牌线下渠道高增长；2017-2018 年由于公司线下经验相对不足，加上线下渠道整体景气度下滑，公司连续两年线下渠道负增长。2019 年公司在探索中调整，线下渠道逐步恢复良性增长，2019 年线下渠道共实现营业收入 1.10 亿元，同比增长 107%，其中屈臣氏渠道销售额同比增长 154.74%。目前，公司产品已覆盖屈臣氏、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多个线下渠道，同时入驻兴盛优选、未来集市等社区渠道， 2020Q2 御泥坊品牌在屈臣氏面膜品类中排名第二。总体看，当前公司线下渠道占比与传统化妆品公司相比仍然很低，未来提升空间大。

图 44：2015-2019 御家汇线下营业收入及同比增长



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 45：2020Q2 屈臣氏面膜销售排行榜

国货排名	品牌
1	自然堂
2	御泥坊
3	一叶子
4	花印
5	春雨
6	美迪惠尔
7	三生花
8	法兰琳卡
9	百雀羚
10	睿致肌

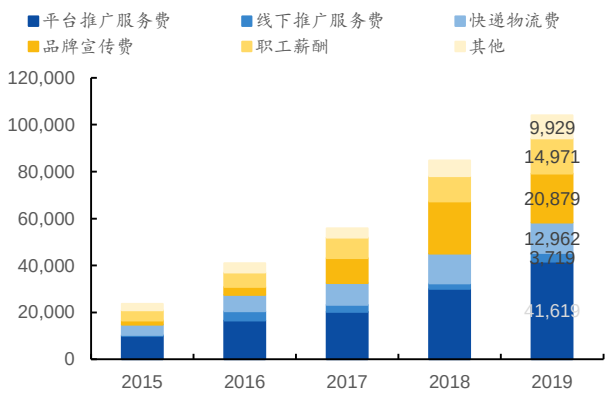
资料来源：屈臣氏，御家汇，国元证券研究中心

4.3 营销：积极拥抱新媒体营销，2020 以年来市场投放提效

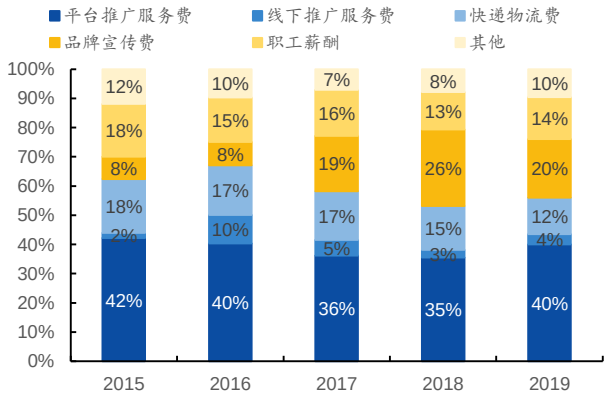
公司销售费用投放不断增长，其中平台推广服务费占比稳定在 40%左右，品牌宣传费占比近几年明显提升。作为早期互联网品牌，公司较为擅长电商平台推广，主要包括在以天猫淘宝外代表的电商平台进行直通车、聚划算、钻展等效果推广，但随着电商平台不断扩张，流量红利减少，这类投放的回报率逐渐下降。近几年公司平台推广服务费占比虽略有下降，但占整体销售费用的比例仍维持在 35-40%区间。值得关注的是，近几年公司品牌宣传费用投放额及占比均显著提升，主要系公司为提升品牌影响力，不断丰富市场宣传方式，影视剧与综艺节目广告植入、新媒体营销投入、主体活动等推广方式投入增大。

图 46：御家汇销售费用及其拆分情况

图 47：2015-2019 年御家汇销售费用拆分占比情况



资料来源：公司公告，国元证券研究中心



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

积极拥抱新媒体营销，捕捉短视频、电商直播等新兴营销风口。御泥坊作为现象级的淘品牌，在淘内营销投放具备深厚的经验，但近几年淘内流量红利见顶，淘外以小红书、抖音为代表的新媒体平台成为化妆品营销投放新阵地。2019 年公司顺应潮流发展，积极拥抱新媒体、新营销，加强了与抖音、小红书、哔哩哔哩、淘宝直播等平台的合作，并通过短视频植入、网红直播等方式强化了新媒体的推广及内容营销。2019 年公司与 1500 位网红主播合作，累计直播超 8000 场。与两大头部主播李佳琦、薇娅分别直播合作 47 次与 39 次，并与杭州谦寻电子商务有限公司（旗下网红代表薇娅）签有框架合作协议。同时 2019 年公司短视频投放超 1200 余条，合作达人超 700 人，其中包括王祖蓝、柳岩等明星及道上都叫我赤木刚宪、乃提 Guli、化妆师繁子等网红达人。此外，公司持续进行影视剧及综艺植入，2020 年连续植入了《安家》、《猎狐》、《幸福触手可及》、《三十而已》等热播剧，增强了品牌热度和大众普及度。

图 48：御家汇新媒体营销框架

直播合作	短视频投放	影视植入
• 30+次与薇娅直播合作，与杭州谦寻签有框架合作协议 • 47次与李佳琦直播合作，4000万+观看量 • 1500+网红主播（烈儿宝贝、陈洁Kiki）合作，8000+直播总场数	• 1200+投放次数 700+合作达人 • 合作明星：王祖蓝、柳岩等 • 合作达人：乃提Guli、李同学等	• 植入《安家》、《猎狐》、《幸福触手可及》、《锦绣南歌》、《三十而已》等影视热播剧

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

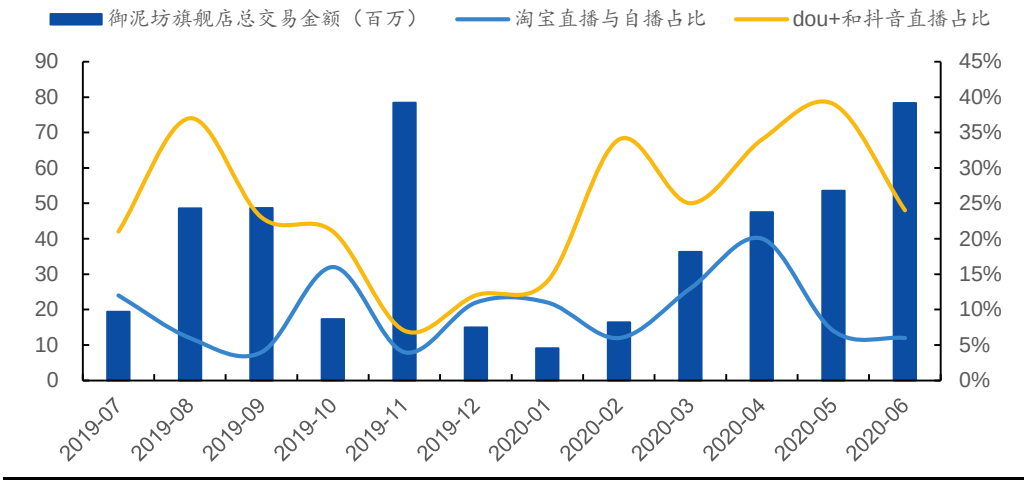
图 49：与头部主播薇娅合作及植入热剧《三十而已》



资料来源：御泥坊天猫旗舰店，国元证券研究中心

在不断试错中市场投放逐渐提效，2020 年 2 月起御泥坊在抖音平台投放效果显著提升。2019 年公司在 7-9 月曾成功把握抖音平台流量红利，连续三个月在抖音平台品牌投放点赞量位居首位，同时 dou+和抖音直播引导的销售额占御泥坊天猫旗舰店总成交额比例高达 27%，10 月起品牌抖音投放进入调整期，整体品牌声量及引导成交量均有下滑。2020 年 2 月起，御泥坊抖音平台的品牌投放点赞量重回月度 TOP10，2020Q2 季度 dou+和抖音直播产生的销售额占比超过 30%，投放效果显著提升。

图 50：御泥坊天猫旗舰店销售额及淘内直播与 dou+和抖音直播贡献的销售额占比



资料来源：爬虫数据，国元证券研究中心

表 4：2019M7-2020M3 抖音平台品牌投放点赞量榜单

抖音品牌榜	2019-07	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020-01	2020-02	2020-03
1	御泥坊	御泥坊	御泥坊	阿芙	珀莱雅	阿芙	半亩花田	完美日记	AHC
2	珀莱雅	阿芙	阿芙	半亩花田	颐莲	半亩花田	阿芙	娇韵诗	高姿
3	自然旋律	半亩花田	膜法世家	形象美	半亩花田	自然旋律	完美日记	膜法世家	爱和纯
4	欧丽源	玉兰油	麦吉丽	自然堂	阿芙	PENEGREEN	欧莱雅	兰芝	御泥坊
5	阿芙	珀莱雅	悦芙媞	珀莱雅	宿系之源	半亩花田	宿系之源	阿芙	JOVS
6	半亩花田	美康粉黛	韩后	膜法世家	玉兰油	法兰琳卡	梦妆	高姿	阿芙
7	宿系之源	花皙蔻	wis	御泥坊男士	韩束	欧莱雅	透真	御泥坊	欧诗漫
8	妮维雅	水木萃白	凡士林	植竹	ANDORHEAL	赏品美肌	半亩花田	半亩花田	半亩花田
9	wis	凡士林	欧诗漫	mve	自然旋律	隆力奇	膜法世家	半亩花田	赫恩
10	美康粉黛	wis	半亩花田	wis	wis	燕兰熹	李医生	莱斯壁	膜法世家

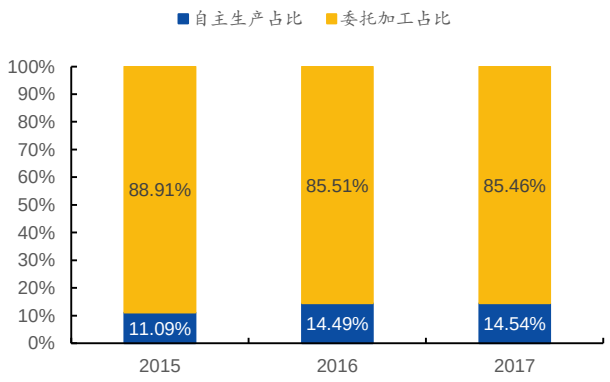
资料来源：抖音，飞瓜数据，国元证券研究中心

4.4 生产：筹建面膜生产基地，拓展产业链上游

斥资 8 亿打造面膜智能生产基地，有望提高公司生产灵活性。目前公司生产模式以委托加工为主、自主生产为辅，2015-2017 年，委托加工成本占比分别达到 88.91%、85.51%和 85.46%。为了完善公司战略布局和产能布局，公司于 2018 年投资 8 亿元建设集面膜研发、设计、生产、物流等于一体的面膜智能生产基地“水羊智能制造基地”。该基地已于 2019 年 9 月末正式动工，预计 2022 年建设完成并投入使用。据估计，项目建成后预计年均面膜产能 35 亿片、水乳膏霜产能 1 亿瓶，最高年产值可达 20 亿元，能够为公司提供更加丰富稳定的生产线，同时有望增加公司利润环节，增强公司市场竞争力。

图 51：2015-2017 委托加工与自主生产比例

图 52：“水羊智能制造基地”效果图



资料来源：招股说明书，国元证券研究中心



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

5. 盈利预测与投资建议

盈利预测核心假设：

（1）自有品牌：主品牌御泥坊聚焦爆款打造与品牌升级，成功打造出月销 30 万+的爆款产品泥浆面膜，2020Q2 线上恢复高速增长；同时其他副品牌聚焦细分赛道稳步发展。预计 2020-2022 年公司自有品牌实现收入 17.81、20.69、23.43 亿元，同比增长 27%、16 %、13%。

（2）代理业务：承接强生集团线上业务短期将增厚公司收入，同时公司有望将品牌孵化及流量运营经验应用到其他国际小众品牌上，帮助国际品牌完成中国市场 0-1 的突破与 1-N 的成长，预计 2020-2022 年公司代理业务实现收入 14.55、18.18、21.94 亿元，分别增长 47%、25%、21%。

（3）盈利能力：一方面主品牌升级有望提升品牌毛利率，另一方面代理业务进入稳定运营期有望提升盈利能力，整体看公司利润水平有望逐渐修复。

投资建议：

公司自有品牌止跌转涨，代运营业务持续放量，基本面持续向好。未来随自有品牌毛利率提升、代运营品牌进入收获期，利润端有望逐渐释放。预计 2020-2022 年公司实现归母净利润 0.75/1.57/2.37 亿元，EPS 0.18/0.38/0.58 元，对应 PE127/61/40x，首次覆盖给予“增持”评级。

6. 风险提示

行业景气度下滑，行业竞争加剧，盈利节奏不及预期。

财务预测表

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1687.36	1489.92	1774.09	1883.41	2093.17
现金	463.40	361.84	524.16	587.10	702.46
应收账款	100.23	117.76	158.60	193.17	228.27
其他应收款	23.90	18.32	24.67	30.04	35.50
预付账款	52.94	74.38	101.81	124.69	148.05
存货	566.10	737.95	785.08	769.22	799.16
其他流动资产	480.79	179.68	179.78	179.19	179.72
非流动资产	215.78	352.96	432.90	583.33	712.31
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	114.57	108.13	99.50	90.88	82.26
无形资产	8.29	73.76	116.78	166.90	214.66
其他非流动资产	92.92	171.08	216.61	325.54	415.39
资产总计	1903.14	1842.89	2206.98	2466.74	2805.48
流动负债	470.98	601.54	668.62	773.71	875.42
短期借款	41.18	151.86	110.00	110.00	110.00
应付账款	335.75	206.33	282.43	345.91	410.71
其他流动负债	94.06	243.36	276.18	317.80	354.71
非流动负债	36.07	25.48	29.68	27.71	27.49
长期借款	28.56	23.98	23.98	23.98	23.98
其他非流动负债	7.51	1.50	5.71	3.74	3.51
负债合计	507.05	627.02	698.30	801.42	902.91
少数股东权益	-3.56	-2.40	-2.40	-2.40	-2.40
股本	272.00	411.12	411.12	411.12	411.12
资本公积	753.54	629.85	629.85	629.85	629.85
留存收益	368.01	395.24	470.12	626.75	864.01
归属母公司股东权益	1399.64	1218.27	1511.09	1667.71	1904.97
负债和股东权益	1903.14	1842.89	2206.98	2466.74	2805.48

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-35.42	-209.09	74.41	207.19	235.31
净利润	127.55	25.37	74.88	156.63	237.26
折旧摊销	16.27	19.07	16.36	16.43	16.41
财务费用	6.42	13.92	-6.32	-12.55	-16.24
投资损失	-20.39	-14.24	-14.10	-15.19	-14.67
营运资金变动	-161.41	-203.97	-10.21	63.05	10.60
其他经营现金流	-3.87	-49.25	13.80	-1.18	1.96
投资活动现金流	-513.07	161.62	-94.32	-156.86	-136.17
资本支出	101.27	19.34	100.00	100.00	100.00
长期投资	0.00	129.40	-43.13	14.38	-4.79
其他投资现金流	-411.81	310.36	-37.45	-42.48	-40.96
筹资活动现金流	746.10	-125.29	182.22	12.61	16.22
短期借款	21.58	110.68	-41.86	0.00	0.00
长期借款	-4.34	-4.58	0.00	0.00	0.00
普通股增加	152.00	139.12	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	634.49	-123.69	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-57.62	-246.81	224.08	12.61	16.22
现金净增加额	202.96	-170.69	162.31	62.94	115.36

利润表 单位:百万元

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2245.34	2412.12	3248.63	3956.77	4675.85
营业成本	1085.18	1180.69	1616.19	1979.43	2350.25
营业税金及附加	15.50	11.32	24.62	25.29	29.09
营业费用	847.40	1040.79	1331.94	1543.14	1753.45
管理费用	103.63	102.74	146.19	178.05	210.41
研发费用	45.94	43.89	55.23	67.27	79.49
财务费用	6.42	13.92	-6.32	-12.55	-16.24
资产减值损失	-12.16	-20.64	-12.77	-15.29	-15.34
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	14.10	15.19	14.67
营业利润	158.04	18.71	82.11	176.04	268.73
营业外收入	4.18	4.17	4.17	4.17	4.17
营业外支出	0.42	0.11	0.21	0.18	0.19
利润总额	161.79	22.77	86.07	180.03	272.71
所得税	34.24	-2.60	11.19	23.40	35.45
净利润	127.55	25.37	74.88	156.63	237.26
少数股东损益	-3.16	-1.86	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	130.72	27.22	74.88	156.63	237.26
EBITDA	180.72	51.70	92.15	179.93	268.90
EPS（元）	0.48	0.07	0.18	0.38	0.58

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	36.38	7.43	34.68	21.80	18.17
营业利润(%)	-2.66	-88.16	338.90	114.38	52.65
归属母公司净利润(%)	-17.53	-79.17	175.07	109.17	51.48
获利能力					
毛利率(%)	51.67	51.05	50.25	49.97	49.74
净利率(%)	5.82	1.13	2.31	3.96	5.07
ROE(%)	9.34	2.23	4.96	9.39	12.45
ROIC(%)	13.76	4.79	7.37	14.73	20.24
偿债能力					
资产负债率(%)	26.64	34.02	31.64	32.49	32.18
净负债比率(%)	14.61	28.77	19.83	17.28	15.34
流动比率	3.58	2.48	2.65	2.43	2.39
速动比率	2.35	1.21	1.44	1.41	1.45
营运能力					
总资产周转率	1.63	1.29	1.60	1.69	1.77
应收账款周转率	21.84	20.99	22.29	21.33	21.04
应付账款周转率	4.61	4.36	6.61	6.30	6.21
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.32	0.07	0.18	0.38	0.58
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.09	-0.51	0.18	0.50	0.57
每股净资产(最新摊薄)	3.40	2.96	3.68	4.06	4.63
估值比率					
P/E	72.65	348.86	126.82	60.63	40.03
P/B	6.79	7.80	6.28	5.69	4.99
EV/EBITDA	50.19	175.42	98.42	50.41	33.73

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188