

# 御家汇 (300740)

证券研究报告

2021年03月04日

## 主营优化代理放量，营收净利双双超预期

**事件：**公司发布 2020 年业绩快报，20 年实现营收 37.17 亿元，yoy+54.11%，超市场预期。归母净利润 1.41 亿元，yoy+417.58%，接近业绩预告上限（此前公司发布业绩预告 1.2 亿元-1.5 亿元）。20Q4 营收 13.76 亿元，yoy+64.63%；归母净利润 0.69 亿元，yoy+248.06%。

**自营代理齐发力，营收增速逐季上升、归母净利润逐季增加。**20 年 Q4 营收同比增长 64.63%，前三季度分别为 34.03%、52.86%、53.6%，营收增速逐季上升；20 年 Q4 归母净利润 0.69 亿元，前三季度分别为 0.03 亿、0.31 亿元、0.39 亿元，归母净利润逐季增加。营收和净利双高增主要系公司调整产品结构和品牌布局，毛利率水平提升及市场投放效率进一步提升。

①**立足快速成长的美妆赛道，主品牌御泥坊产品结构不断优化。**公司在擅长的面膜领域持续深入，一方面原有产品如氨基酸泥浆面膜、美白面膜贴等持续推广，另一方面调整产品结构、打造爆款产品，维持较高毛利率；同时积极拓展其他品类，非面膜类产品占比持续上升，未来有望受益于水乳膏霜等市场空间的打开。

②**线上把握新兴电商红利，线下加强渠道建设。**线上公司积极拥抱新兴渠道，加强与抖音、小红书、哔哩哔哩等平台合作，保持超头合作水平维持曝光，尝试短视频等新兴营销方式；线下渠道建设稳步推进，销售占比逐步提升 20H1 达 12.47%。21 年公司预计将继续推进全渠道建设，助力销售额增长。

③**代运营业务快速成长，期待未来放量。**公司代运营业务正处于快速成长期，承接强生代理业务已有多个品牌的部分渠道接入，旗下李施德林、露得清等品牌运营效果初现。公司代运营品牌多为 ALBION、EVIDENS、KIKO 等国际知名品牌，随着品牌结构进一步拓宽，运营经验进一步显现，期待未来代运营业务放量和反向赋能主品牌。

④**2021 年以来，公司线上销售额保持高增，根据淘宝网数据截止 2 月 21 日公司整体线上销售额同增 100.19%，表现亮眼；御泥坊单品牌同增 103.23%，增速环比大幅提升。线上势头强劲，公司自有品牌及代理业务规模持续增长，21 年未来可期。**

**盈利预测：**公司调整产品结构、加强品牌布局，毛利率及市场投放效率进一步提升，自有品牌及代理业务快速增长，故将公司 21-22 年净利润由 2.16 亿/2.8 亿提升至 2.4 亿/3.2 亿，对应 PE 38/28 倍。

**投资建议：**公司不断优化产品结构，完善品牌矩阵，把握电商红利，加强渠道建设，多条业务线齐头并进，持续推进“多品牌，全渠道，多品类”战略规划，公司为化妆品甚至消费品领域高增长标的，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争激烈；新品不达预期；代理品牌增速放缓；业绩快报为初步测算结果，具体财务数据以 2020 年度报告为准

### 投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	22.05 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	411.06
流通 A 股股本(百万股)	377.24
A 股总市值(百万元)	9,063.88
流通 A 股市值(百万元)	8,318.15
每股净资产(元)	3.14
资产负债率(%)	41.04
一年内最高/最低(元)	26.00/7.07

### 作者

**刘章明** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110516060001  
liuzhangming@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《御家汇-半年报点评:Q2 业绩+462%/营收+53%yoy 延续三季度高增，御风归来趋势性改善明确》2020-08-11
- 《御家汇-首次覆盖报告:御风归来拐点已至，自有品牌孵化+代运营双翼齐飞》2020-06-01
- 《御家汇-公司点评:中报业绩同比增长 10%~40%，围绕既定战略稳步布局》2018-07-10

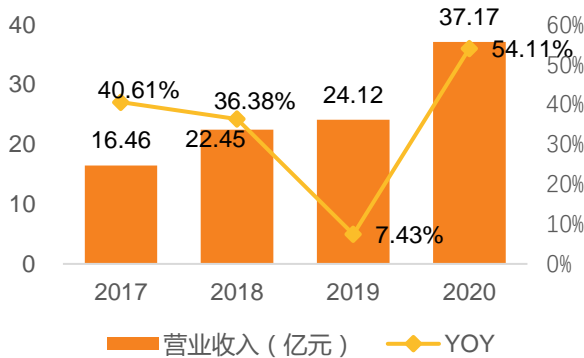
财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,245.34	2,412.12	3,717.32	4,681.96	5,739.15
增长率(%)	36.38	7.43	54.11	25.95	22.58
EBITDA(百万元)	212.75	124.59	180.33	291.20	397.44
净利润(百万元)	130.72	27.22	140.54	235.49	324.93
增长率(%)	-17.53	-79.17	416.25	67.56	37.98
EPS(元/股)	0.32	0.07	0.34	0.57	0.79
市盈率(P/E)	69.34	332.95	64.66	38.49	27.90
市净率(P/B)	6.48	7.44	5.83	5.08	4.34
市销率(P/S)	4.04	3.76	2.44	1.94	1.58
EV/EBITDA	20.86	27.41	46.77	29.31	19.97

资料来源：wind，天风证券研究所

## 1. 业绩超市场预期，把握电商红利线上实现高增

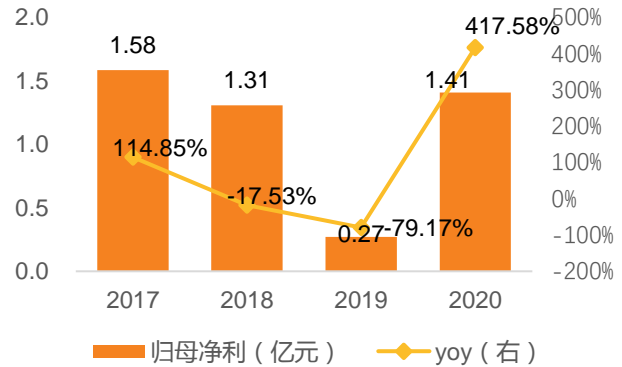
公司发布 2020 年业绩快报，20 年实现营收 37.17 亿元，yoy+54.11%，超市场预期。归母净利润 1.41 亿元，yoy+417.58%，接近业绩预告上限（此前公司发布业绩预告 1.2 亿元-1.5 亿元）。20Q4 营收 13.76 亿元，yoy+64.63%；归母净利润 0.69 亿元，yoy+248.06%。

图 1：2015-2020 营业收入



资料来源：Wind，天风证券研究所

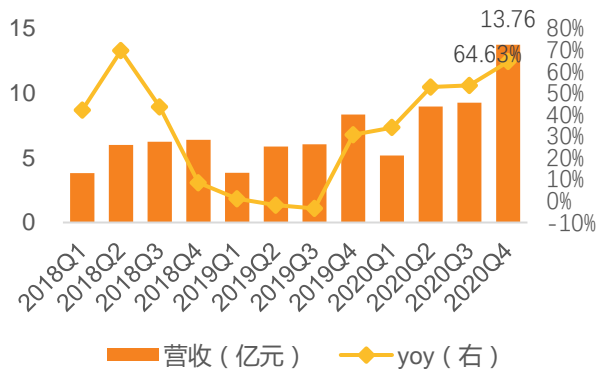
图 2：2015-2020 归母净利润



资料来源：Wind，天风证券研究所

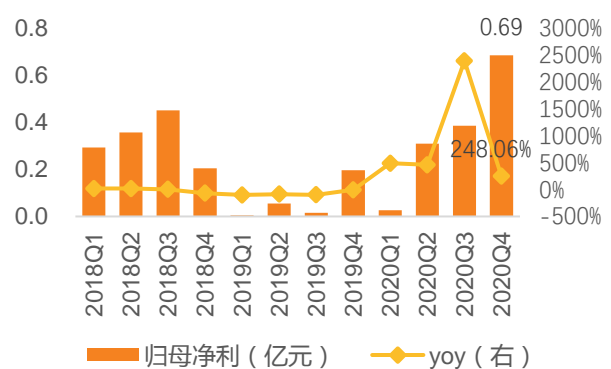
**自营代理齐发力，营收增速逐季上升、归母净利润逐季增加。**20 年 Q4 营收同比增长 64.63%，前三季度分别为 34.03%、52.86%、53.6%，营收增速逐季上升；20 年 Q4 归母净利润 0.69 亿元，前三季度分别为 0.03 亿、0.31 亿元、0.39 亿元，归母净利润逐季增加。营收和净利双高增主要系公司调整产品结构和品牌布局，毛利率水平提升及市场投放效率进一步提升！

图 3：2018-2020 分季度营业收入



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2018-2020 分季度归母净利润



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 多业务线齐头并进，助力战略规划落实

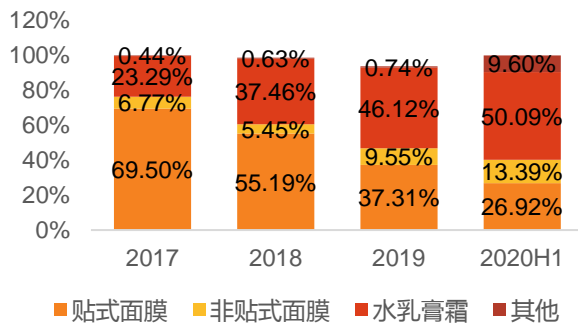
公司不断优化产品结构，完善品牌矩阵，把握电商红利，加强渠道建设，多条业务线齐头并进，持续推进“多品牌，全渠道，多品类”的战略规划。

## 2.1. 立足快速成长的美妆赛道，主品牌御泥坊产品结构不断优化

公司在擅长的面膜领域持续深入，一方面原有产品如氨基酸泥浆面膜、美白面膜贴等持续推广，另一方面调整产品结构、打造爆款产品，维持较高毛利率。

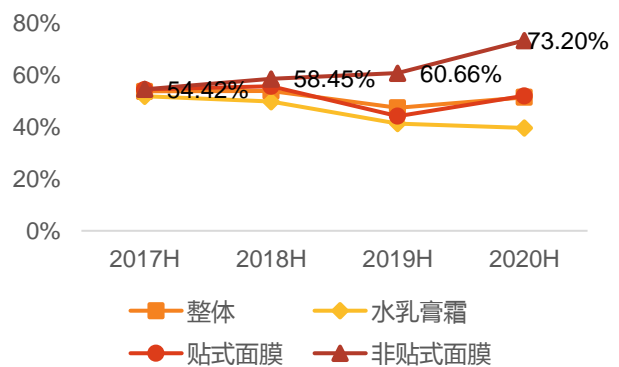
同时，公司积极拓展非面膜品类，未来有望受益于水乳霜膏等市场空间的打开。从品类占比看，2020H1，公司贴片式面膜占比 26.92%，同比下降 14.99pcts；非贴片式面膜占比 13.39%，同增 6.01pcts；水乳霜膏占比 50.09%，同增 6.56pcts。自公司发力代理业务以来，水乳霜膏占比持续提升，同时毛利率持续提升，20H1 达到 73.2%，为公司整体毛利提供支撑，带动公司整体毛利率改善，20H1 环比上升 4.07pcts。

图 5：非贴片式面膜和水乳霜膏占比持续提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：非贴片式面膜毛利率持续上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2.2. 线上把握新兴电商红利，线下加强渠道建设

线上公司积极拥抱新兴渠道，加强与抖音、小红书、哔哩哔哩等平台合作，尝试短视频等新兴营销方式。2019 年公司李佳琦、薇娅分别直播合作 47 次和 30 次，投放短视频投放次数超过 1,200 余条，合作达人超 700 人，20 年保持超头合作水平、维持曝光，一定程度上提升了公司品牌及产品知名度，加强与终端消费者的互动。

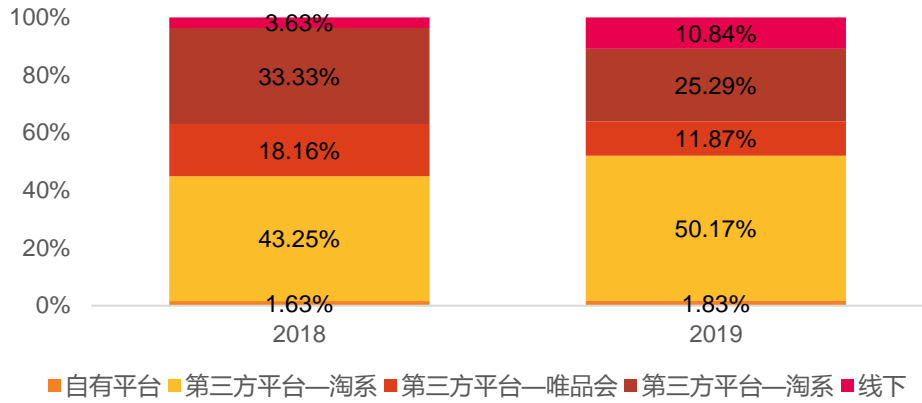
图 7：公司部分合作平台



资料来源：公司官网，天风证券研究所

线下渠道建设稳步推进，销售占比逐步提升 20H1 达 12.47%。21 年公司预计将继续推进全渠道建设，助力销售额增长。

图 8：御家汇销售渠道占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.3. 代运营业务快速成长，期待未来放量

公司代运营业务正处于快速成长期，承接强生代理业务已有多个品牌的部分渠道接入，旗下李施德林、露得清等品牌运营效果初现。公司代运营品牌多为 ALBION、EVIDENS、KIKO 等国际知名品牌，随着品牌结构进一步拓宽，运营经验进一步显现，期待未来代运营业务放量和反向赋能主品牌。

图 9：公司部分合作品牌



城野医生  
2017年合作  
日本第一彩妆品牌



强生集团  
2017年合作  
世界500强集团



KIKO  
2018年合作  
意大利时尚彩妆品牌



LUMENE  
2018年合作  
芬兰国民护肤品牌



ALBION  
2018年合作  
日本高端百货护肤品牌



露得清  
2019年合作  
美国销售额第一的护肤品牌



李施德林  
2019年合作  
美国专业口腔护理品牌



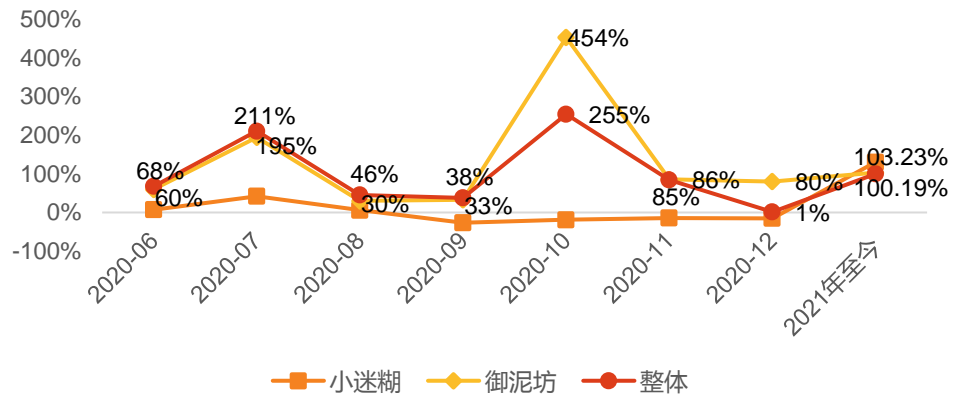
EviDenS  
2019年合作  
全球首个针对敏感肌抗衰品牌

资料来源：公司官网，天风证券研究所

### 2.4. 线上销售势头强劲，预计自有品牌及代理业务规模持续增长

2021 年以来，公司线上销售额保持高增，根据淘宝网数据截止 2 月 21 日公司整体线上销售额同增 100.19%，表现亮眼；御泥坊单品牌同增 103.23%，增速环比大幅提升。线上势头强劲，公司自有品牌及代理业务规模持续增长，21 年未来可期。

图 10：2021 年至今线上销售额实现高增



资料来源：淘宝网，天风证券研究所

### 3. 盈利预测与投资建议

**盈利预测：**公司调整产品结构、加强品牌布局，毛利率及市场投放效率进一步提升，自有品牌及代理业务快速增长，故将公司 21-22 年净利润由 2.16 亿/2.8 亿提升至 2.4 亿/3.2 亿，对应 PE 38/28 倍。

**投资建议：**公司不断优化产品结构，完善品牌矩阵，把握电商红利，加强渠道建设，多条业务线齐头并进，持续推进“多品牌，全渠道，多品类”的战略规划，公司为化妆品甚至消费品领域高增长标的，维持“买入”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	463.40	361.84	599.24	449.40	1,026.11
应收票据及应收账款	100.23	117.76	219.05	79.00	114.67
预付账款	52.94	74.38	97.84	118.02	153.51
存货	566.10	737.95	821.86	1,211.83	1,177.81
其他	504.69	197.99	215.28	276.36	201.90
<b>流动资产合计</b>	<b>1,687.36</b>	<b>1,489.92</b>	<b>1,953.27</b>	<b>2,134.61</b>	<b>2,673.99</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	114.57	108.13	126.73	164.71	201.33
在建工程	0.00	4.02	38.41	71.05	72.63
无形资产	8.29	73.76	71.69	69.63	67.56
其他	92.92	167.06	89.88	105.59	114.23
<b>非流动资产合计</b>	<b>215.78</b>	<b>352.96</b>	<b>326.71</b>	<b>410.98</b>	<b>455.75</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,903.14</b>	<b>1,842.89</b>	<b>2,279.98</b>	<b>2,545.59</b>	<b>3,129.75</b>
短期借款	41.18	151.86	20.00	20.00	20.00
应付票据及应付账款	335.75	322.73	510.01	566.60	792.26
其他	94.06	126.95	171.00	167.73	236.95
<b>流动负债合计</b>	<b>470.98</b>	<b>601.54</b>	<b>701.01</b>	<b>754.33</b>	<b>1,049.21</b>
长期借款	28.56	23.98	20.00	20.00	20.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	7.51	1.50	7.10	5.37	4.66
<b>非流动负债合计</b>	<b>36.07</b>	<b>25.48</b>	<b>27.10</b>	<b>25.37</b>	<b>24.66</b>
<b>负债合计</b>	<b>507.05</b>	<b>627.02</b>	<b>728.11</b>	<b>779.70</b>	<b>1,073.87</b>
少数股东权益	-3.56	-2.40	-6.93	-16.80	-32.30
股本	272.00	411.12	412.09	411.06	411.06
资本公积	753.54	629.85	629.85	629.85	629.85
留存收益	1,121.55	1,025.08	1,146.70	1,371.63	1,677.12
其他	-747.45	-847.78	-629.85	-629.85	-629.85
<b>股东权益合计</b>	<b>1,396.09</b>	<b>1,215.87</b>	<b>1,551.86</b>	<b>1,765.89</b>	<b>2,055.88</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1,903.14</b>	<b>1,842.89</b>	<b>2,279.98</b>	<b>2,545.59</b>	<b>3,129.75</b>

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	127.55	25.37	140.54	235.49	324.93
折旧摊销	16.27	19.07	9.08	11.44	13.87
财务费用	2.88	7.93	3.13	-0.38	-1.33
投资损失	-20.39	-14.24	-5.00	-8.00	-8.00
营运资金变动	-686.36	156.73	-47.46	-295.40	322.83
其它	524.63	-403.96	-4.53	-9.87	-15.50
<b>经营活动现金流</b>	<b>-35.42</b>	<b>-209.09</b>	<b>95.75</b>	<b>-66.71</b>	<b>636.80</b>
资本支出	27.75	81.33	54.40	81.73	50.71
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-540.83	80.29	26.47	-153.73	-92.71
<b>投资活动现金流</b>	<b>-513.07</b>	<b>161.62</b>	<b>80.87</b>	<b>-72.00</b>	<b>-42.00</b>
债权融资	74.08	180.42	44.35	44.43	44.45
股权融资	786.59	-222.52	215.77	-0.65	1.33
其他	-114.57	-83.19	-199.33	-54.91	-63.86
<b>筹资活动现金流</b>	<b>746.10</b>	<b>-125.29</b>	<b>60.78</b>	<b>-11.14</b>	<b>-18.08</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>197.60</b>	<b>-172.76</b>	<b>237.40</b>	<b>-149.85</b>	<b>576.71</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>2,245.34</b>	<b>2,412.12</b>	<b>3,717.32</b>	<b>4,681.96</b>	<b>5,739.15</b>
营业成本	1,085.18	1,180.69	1,773.16	2,209.89	2,691.66
营业税金及附加	15.50	11.32	17.45	21.97	26.94
营业费用	847.40	1,040.79	1,539.13	1,905.56	2,312.88
管理费用	103.63	102.74	148.69	182.60	222.68
研发费用	45.94	43.89	67.64	85.19	104.42
财务费用	6.42	13.92	3.13	-0.38	-1.33
资产减值损失	12.16	-20.64	5.00	5.00	5.00
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	5.00	8.00	8.00
其他	-49.31	5.60	-10.00	-16.00	-16.00
<b>营业利润</b>	<b>158.04</b>	<b>18.71</b>	<b>168.12</b>	<b>280.14</b>	<b>384.90</b>
营业外收入	4.18	4.17	2.00	2.00	2.00
营业外支出	0.42	0.11	0.11	0.11	0.11
<b>利润总额</b>	<b>161.79</b>	<b>22.77</b>	<b>170.01</b>	<b>282.03</b>	<b>386.79</b>
所得税	34.24	-2.60	34.00	56.41	77.36
<b>净利润</b>	<b>127.55</b>	<b>25.37</b>	<b>136.01</b>	<b>225.62</b>	<b>309.43</b>
少数股东损益	-3.16	-1.86	-4.53	-9.87	-15.50
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>130.72</b>	<b>27.22</b>	<b>140.54</b>	<b>235.49</b>	<b>324.93</b>
每股收益(元)	0.32	0.07	0.34	0.57	0.79

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	36.38%	7.43%	54.11%	25.95%	22.58%
营业利润	-2.66%	-88.16%	798.58%	66.63%	37.40%
归属于母公司净利润	-17.53%	-79.17%	416.25%	67.56%	37.98%
<b>获利能力</b>					
毛利率	51.67%	51.05%	52.30%	52.80%	53.10%
净利率	5.82%	1.13%	3.78%	5.03%	5.66%
ROE	9.34%	2.23%	9.02%	13.21%	15.56%
ROIC	42.27%	3.98%	18.73%	24.67%	24.44%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	26.64%	34.02%	31.94%	30.63%	34.31%
净负债率	-27.89%	-14.92%	-35.76%	-22.93%	-47.75%
流动比率	3.58	2.48	2.79	2.83	2.55
速动比率	2.38	1.25	1.61	1.22	1.43
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	23.01	22.13	22.07	31.42	59.27
存货周转率	5.33	3.70	4.77	4.60	4.80
总资产周转率	1.63	1.29	1.80	1.94	2.02
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.32	0.07	0.34	0.57	0.79
每股经营现金流	-0.09	-0.51	0.23	-0.16	1.55
每股净资产	3.40	2.96	3.78	4.34	5.08
<b>估值比率</b>					
市盈率	69.34	332.95	64.66	38.49	27.90
市净率	6.48	7.44	5.83	5.08	4.34
EV/EBITDA	20.86	27.41	46.77	29.31	19.97
EV/EBIT	21.98	30.40	49.25	30.51	20.69



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com