

水羊股份 (300740.SZ) 双轮驱动的领先美妆集团，品牌升级迎经营拐点

2023年07月07日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

黄泽鹏（分析师）

初敏（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

chumin@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790522080008

日期	2023/7/7
当前股价(元)	14.74
一年最高最低(元)	20.02/10.92
总市值(亿元)	57.41
流通市值(亿元)	52.48
总股本(亿股)	3.89
流通股本(亿股)	3.56
近3个月换手率(%)	188.81

● “自有+代理”双轮驱动的领先美妆集团，2023年有望迎来经营拐点

水羊股份是“自有+代理”双轮驱动的领先美妆集团，未来在代理品牌稳健增长基础上，自有品牌伊菲丹、大水滴有望延续高增，御泥坊等传统品牌也逐步升级优化；疫后消费K型复苏背景下，公司分布于高低两头价位段的品牌将更受益，2023年有望迎来经营拐点。我们预计公司2023-2025年归母净利润为2.54/3.18/3.93亿元，对应EPS为0.65/0.82/1.01元，当前股价对应PE为22.6/18.1/14.6倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 代理业务基本盘稳健，自有品牌优化升级成效渐显

代理品牌方面，公司深度绑定强生集团，基本盘稳健；独创CP模式下持续挖掘海外小众优质品牌并实现较好增长，侧面映衬出公司优秀的运营能力。自有品牌方面：（1）伊菲丹：法国高奢品牌，CP模式转变为自有品牌首例；2023年来线上销售情况优异，高奢定位有望提升公司盈利水平；通过复盘海蓝之谜与赫莲娜，我们认为伊菲丹亦有望复制二者成功路径。（2）大水滴：精准定位熬夜痘肌，品牌升级见效，熬夜面膜、祛痘精华等大单品有望延续快速放量趋势。（3）其他：御泥坊切入功效护肤，打造“盛唐”形象对品牌持续优化，有望步入收获期。整体看，公司多品牌运营能力较强，预计2023年自有品牌将贡献较大业绩增量。

● 运营基因奠定渠道/营销能力，智造研发打开空间，独特CP模式反哺赋能

（1）渠道&营销：公司已实现线上渠道全覆盖，线下亦构筑了百货、CS、SPA院线一体的销售网络；营销方面，公司代运营经验丰富，不同营销打法均较成熟。（2）智造研发：建设水羊智能制造产业园、大力加码研发投入；目前自主研发的超小分子量透明质酸等原料已被应用于自家产品，赋能自有品牌升级，在打开品牌成长空间的同时，也构筑自身独特壁垒。（3）CP模式反哺赋能：通过独创CP模式与国际品牌进行全要素、全渠道代理合作，一方面可积累品牌运营经验，另一方面也可物色潜在优质收购标的，实现对自有品牌业务的反哺赋能。

● 风险提示：代理解约风险；品牌推广、渠道拓展、智慧工厂落地不及预期等。

股价走势图



数据来源：聚源

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,010	4,722	5,526	6,427	7,414
YOY(%)	34.9	-5.7	17.0	16.3	15.4
归母净利润(百万元)	236	125	254	318	393
YOY(%)	68.5	-47.2	103.2	25.3	23.7
毛利率(%)	52.1	53.1	53.2	53.0	52.9
净利率(%)	4.7	2.6	4.6	4.9	5.3
ROE(%)	14.8	7.1	12.8	13.9	14.8
EPS(摊薄/元)	0.61	0.32	0.65	0.82	1.01
P/E(倍)	24.3	46.0	22.6	18.1	14.6
P/B(倍)	3.6	3.3	2.9	2.5	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、概览：“代理+自有”双轮驱动，构筑水羊生态平台	5
1.1、“代理+自有”双轮驱动，品类、渠道持续进阶	5
1.2、员工激励充分，注重长期发展	7
1.3、财务分析：品牌升级进入收获期，2023年有望迎来经营拐点	9
2、化妆品行业：中小品牌代理市场广阔，消费呈现“K型”分化	11
2.1、代运营向品牌服务转变，海外中小品牌代理仍为蓝海	11
2.2、2022年化妆品大盘承压，2023开年已重回正增长	13
3、代理业务：已有业务稳固，挖掘海外高端小众拓空间	16
3.1、创新提出CP模式，全要素全渠道赋能	16
3.2、深度绑定大客户，强生集团品类众多、合作稳健	17
3.3、持续挖掘海外高端小众优质品牌，凸显公司优秀运营能力	18
4、自有品牌：新晋品牌放量元年，传统品牌升级优化	19
4.1、EviDenS de Beauté (EDB)：代理转自有，进军国际高端市场	19
4.2、大水滴：平价功能性护肤，精准针对熬夜痘肌	26
4.3、御泥坊：加大研发投入，产品全线翻新	27
5、水羊股份：运营高效产研求变，K型分化有望优先受益	28
5.1、优势一：多品牌全渠道运营，跨品牌能力助力自有品牌成长	28
5.2、优势二：智慧工厂+产学研联动，赋能产品革新	29
5.3、优势三：消费K型分化，两大新晋品牌优先受益	30
5.4、优势四：孵化优秀代理品牌，且有望转化为自有品牌	31
6、盈利预测与估值	32
6.1、盈利预测	32
6.2、估值	33
7、风险提示	33
附：财务预测摘要	34

图表目录

图 1：水羊股份是“代理+自有”双轮驱动的领先美妆集团	5
图 2：以 2017 年与强生集团达成合作为契机，公司由自有品牌转向“代理+自有”双业务并进	5
图 3：2023Q1 营收同比+0.1%，归母净利润同比+25.4%	6
图 4：近年来，公司水乳膏霜营收占比持续提升	6
图 5：2022 年公司自营渠道收入占比已提升至 66%	6
图 6：2022 年公司抖音收入占比达到 15%	6
图 7：公司实控人戴跃锋持股 46.1%，员工持股合计 5.13%（截至 2022 年年报披露）	7
图 8：2021 年公司净利润达成股权激励承诺目标，但 2022 年未能达成	8
图 9：水羊智造基地项目总投资额高达 12.75 亿元	9
图 10：水羊智造项目投资额主要用于工程建设	9
图 11：2022 年公司毛利率处于行业平均水平	9
图 12：2022 年公司净利率低于行业平均水平	9
图 13：2022 年公司销售费用率高于行业平均水平	10
图 14：2022 年公司研发费用率低于行业平均水平	10

图 15: 2022 年公司存货周转天数较为健康.....	10
图 16: 2023Q1 营收呈现回暖趋势.....	10
图 17: 2023Q1 公司净利率提升至 5.2%.....	10
图 18: 2022 年中国网上零售额占比达 27.2%，再创新高.....	11
图 19: 日化用品网络零售额占比较高，市场空间广阔.....	11
图 20: 我国电商代运营市场规模增速逐年放缓.....	11
图 21: 互联网营销、电子咨询服务保持较快增长.....	11
图 22: 2014 年代运营公司品牌服务营收占比相对较低.....	12
图 23: 2022 年代运营公司品牌服务占比较 2014 年提升.....	12
图 24: 综合看，海外中小品牌代运营需求更大.....	12
图 25: 服务商美妆品类品牌数量占比 20.9%（2019 年）.....	12
图 26: 2022 年化妆品社零额同比-2%，销售承压.....	13
图 27: 2023 年 1-4 月化妆品零售总额同比增长+13%.....	13
图 28: 中国基尼系数 2020 年提升，贫富差距加大.....	14
图 29: 多数受访高管认为疫后消费将呈现 K/U 型复苏.....	14
图 30: 疫情期间社零与消费信心指数呈现较强相关性.....	14
图 31: 疫情后消费者消费观念更为科学理性.....	14
图 32: 82.3%的消费者愿意先行付费试用.....	15
图 33: 疫后线上大盘数据显示化妆品 K 型分化明显（单位：pct）.....	15
图 34: 多数品类低端/高端价位产品表现优于中端（2023Q1 vs. 2022Q1，单位：pct）.....	15
图 35: 公司代理业务现已合作超 30 个品牌.....	17
图 36: 公司线上渠道基本覆盖，线下合作渠道超六千家.....	17
图 37: 公司向供应商强生采购额比重呈提升趋势.....	17
图 38: 2022 年强生集团消费品收入占比仅 16%左右，集团发展重心仍在医药板块.....	18
图 39: 水羊堂线下全球高端美妆集合店，定位平均消费客单价 2000-5000 人民币美妆高端消费群体.....	19
图 40: 推出套装及樱花系列，扩品类扩客群.....	20
图 41: EDB 公司净利润率水平较高，超 20%.....	20
图 42: 伊菲丹品牌 2023 年 1-4 月线上平台销售表现良好.....	20
图 43: 伊菲丹还有众多单品有待引入国内市场.....	21
图 44: 海蓝之谜线上销售额持续高增.....	21
图 45: 海蓝之谜线上销量平均每年增长超过 1 倍.....	21
图 46: 海蓝之谜多阵地同步对 IP 合作内容大范围曝光.....	23
图 47: 海蓝之谜借力美妆 KOL 实现大范围种草.....	23
图 48: 2017-2021 年赫莲娜线上平台持续高增长.....	23
图 49: 2017-2021 年赫莲娜线上平台销量 CAGR 达 80%.....	23
图 50: 赫莲娜三大明星单品塑造超强产品力.....	24
图 51: 赫莲娜线上平台销售价格逐年提升.....	24
图 52: 赫莲娜通过科普型 KOL 投放专业测评类内容.....	25
图 53: 赫莲娜通过分享型 KOL 投放同类竞品对比分享.....	25
图 54: 继大单品祛痘精华后，大水滴推出舒缓精华打造 CP 组合.....	26
图 55: 大水滴连续两年保持线上渠道 GMV 高增长.....	26
图 56: 2023 年 3 月开始，大水滴线上 GMV 进一步放量.....	26
图 57: 御泥坊注入盛唐文化实现品牌升级.....	27
图 58: 增加非面膜品类占比，丰富产品矩阵.....	27
图 59: 拓展抖音渠道，氨基酸泥膜升级至第 8 代.....	27

图 60: 公司线下渠道销售占比稳步提升	28
图 61: 线上渠道全覆盖, 线下则构建百货、CS、SPA 院线一体的销售网络	28
图 62: 智慧工厂落地助力公司研发升级	29
图 63: 公司发布小分子量玻尿酸原料 Anti-time 400HA	30
图 64: 公司现已掌握多项国家专利	30
图 65: 2022 年公司自有品牌均价分布于两端 (单位: 元)	31
图 66: 2023 年 1-4 月公司自有品牌同比增速相对较好	31
图 67: 伊菲丹礼盒畅销英国哈罗德百货	31
图 68: Pier Augé 中国首场品牌发布会于湖南长沙开启	31
表 1: 公司积极布局多个线上平台, 并在不同线上平台采用不同销售模式	6
表 2: 公司 2021 年设立股权激励计划, 激励董事高管及其他 449 名员工	7
表 3: 公司创始人具备计算机背景, 董事及高管经验丰富	8
表 4: 美妆品牌电商服务需求高, 且佣金率更高	12
表 5: 2023Q1 淘系/抖音化妆品销售情况, 销量表现优于销售额	13
表 6: 化妆品根据不同价位可以分为低、中、高端不同档次	16
表 7: 水羊国际合作品牌来自全球各地	16
表 8: 公司新代理品牌主要集中在高奢香水及院线护肤等海外小众优质品牌	18
表 9: 公司收购 EDB 对应 PE 低于行业平均水平	19
表 10: 院校合作助力公司产品研发	29
表 11: 公司营收拆分及费率预测 (单位: 万元)	32
表 12: 相较于可比公司, 公司当前估值处于行业低位	33

1、概览：“代理+自有”双轮驱动，构筑水羊生态平台

1.1、“代理+自有”双轮驱动，品类、渠道持续进阶

水羊股份是“代理+自有”双轮驱动的领先美妆集团。一方面，公司旗下拥有“御泥坊”、“伊菲丹”、“小迷糊”、“大水滴”、“御”、“VAA”、“HPH”等多个自有品牌，形成“2+2+N”的自有品牌矩阵；另一方面，公司通过独创的CP模式，构筑了“1+5+N”的代理品牌架构。目前水羊股份已形成以自有品牌为核心，自有品牌加代理品牌双业务驱动的业务布局。

图1：水羊股份是“代理+自有”双轮驱动的领先美妆集团

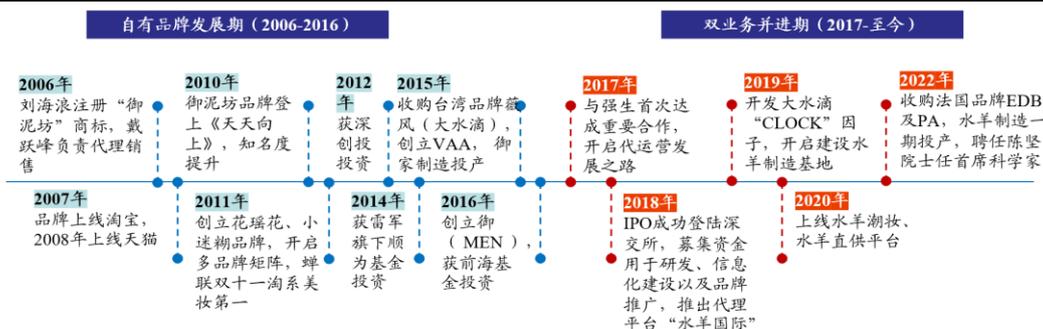


资料来源：各品牌官网、开源证券研究所

积极拥抱电商红利，奠定线上运营基因。“御泥坊”品牌于2006年创立，并于2007年开设第一家淘宝店，重点发展线上业务，同时开启线上分销；此外御泥坊还于2014年入驻唯品会、京东、蘑菇街、聚美优品，2016年入驻拼多多，积极拥抱电商渠道红利。耕耘线上渠道运营期间，公司还进一步还打造了“花瑶花”、“师夷家”“小迷糊”“薇风”（现“大水滴”）等品牌，逐步形成自有品牌矩阵。

借自营经验发展代理业务，乘国际品牌线上化东风。2017年公司以代理“城野医生”为契机，首次与强生达成重要合作，开启国际品牌代运营之路。2018年，公司为更好地发展代运营业务成立“水羊国际”，独创CP（China Partners）模式，借助自身的品牌线上化运营经验，为多个海外品牌进入中国市场全方位赋能，成功打造“KIKO”、“LORD&BERRY”等品牌。2020年公司又与强生集团达成全面战略合作，承接其旗下全线消费品品牌在中国的电商业务。2022年，公司以10倍PE对价收购法国奢侈护肤品牌EDB、投资法国功效护肤品牌Pier Auge并收购其中国区业务，这标志着公司打通“代理转自有”之路，并开启国际化运营新篇章。

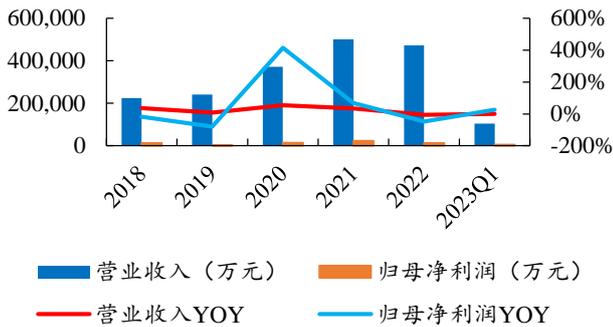
图2：以2017年与强生集团达成合作为契机，公司由自有品牌转向“代理+自有”双业务并进



资料来源：公司官网、招股说明书、开源证券研究所

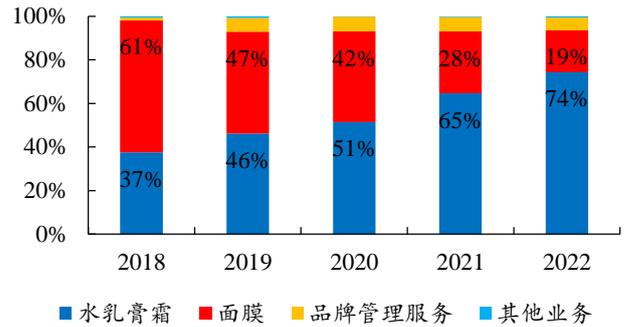
经营品类多样化、面膜占比良性下降。2022 年公司营收同比-5.7%，其中水乳膏霜/面膜/品牌管理服务收入分别同比+8.5%/-36.3%/-17%，主要系 2022Q3 受疫情影响，部分区域供应链及物流受阻，且自主品牌升级暂未充分体现效益。2023Q1 公司业绩重回正增长，实现归母净利润 5214 万元（同比+25.4%）。分类目来看，公司经营品类已由以面膜为主逐渐走向多元化，水乳膏霜成为公司近年增长的主要动力，占比由 2018 年的 37% 增至 74%，而面膜占比由 61% 降至 19%，此外品牌管理服务收入占比则保持相对稳定。

图3: 2023Q1 营收同比+0.1%，归母净利同比+25.4%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4: 近年来，公司水乳膏霜营收占比持续提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

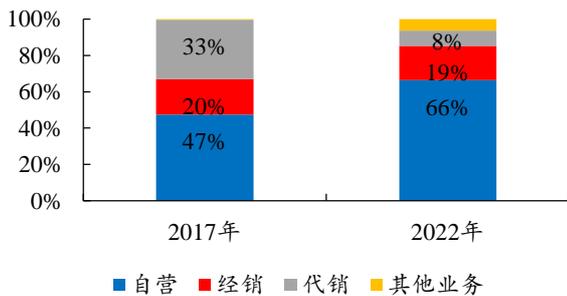
积极布局线上多元渠道，抖音渠道占比攀升。公司以淘系、抖音为代表的自营渠道收入占比由 2017 年的 47% 提升至 2022 年的 66%，以唯品会为代表的代销渠道收入占比由 33% 减少至 8%，尽管不同线上平台之间经历更替，公司始终积极应对，坚持全渠道运营。近年来淘宝、天猫等传统电商平台红利逐渐减弱，但公司快速调整方向发力抖音业务，2022 年公司抖音渠道收入同比+113.69%，收入占比已达到 15%。

表1: 公司积极布局多个线上平台，并在不同线上平台采用不同销售模式

销售模式	代表性平台	结算方式
自营	天猫、淘宝、抖音	直接销售给终端消费者。
经销	京东、聚美优品	与 B2C 电商平台签署商品买卖合同，先行将商品销售给电商平台，电商平台再将商品销售给终端消费者。
代销	唯品会	通过电商平台向终端消费者销售商品，双方以电商平台实际销售商品和约定方式进行结算。

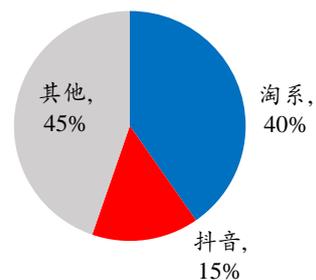
资料来源：公司公告、开源证券研究所

图5: 2022 年公司自营渠道收入占比已提升至 66%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图6: 2022 年公司抖音收入占比达到 15%

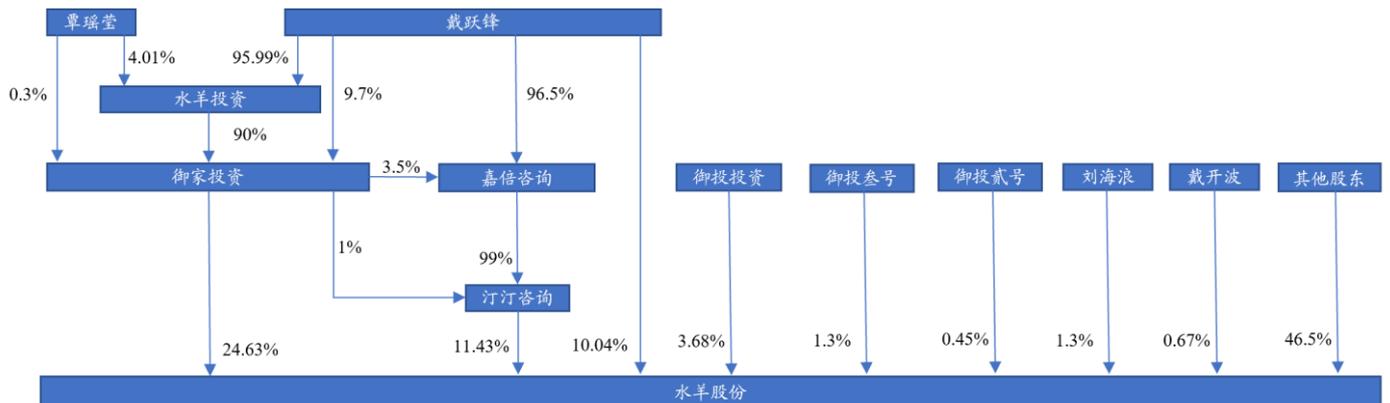


数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、员工激励充分，注重长期发展

公司股权结构相对分散，员工获充分激励（截至 2022 年年报）。公司实际控制人戴跃锋直接持股 10.04%（截至 2022 年年报披露），并通过御家投资和汀汀咨询间接控制公司 36.06% 的股份，合计持有公司 46.1% 股份，覃瑶莹为其配偶。公司其他高层管理人员通过间接持股共享公司发展红利。其中，御投投资、御投贰号、御投叁号为公司实施股权激励的员工持股平台，员工持股合计 5.13%。

图7：公司实控人戴跃锋持股 46.1%，员工持股合计 5.13%（截至 2022 年年报披露）



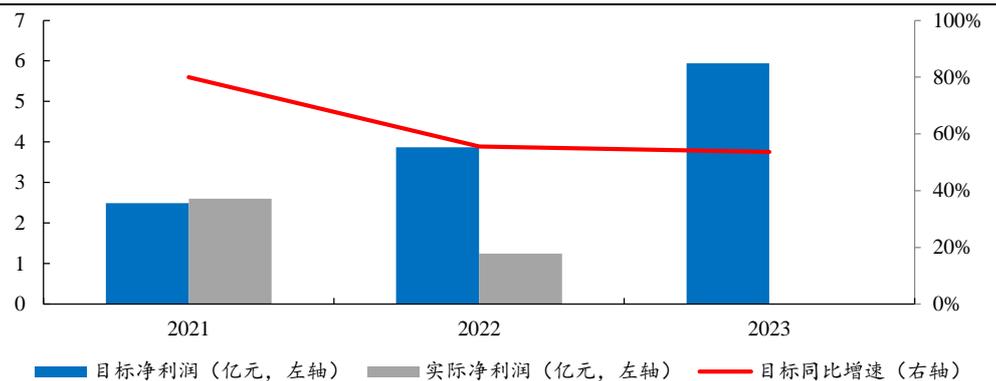
资料来源：公司公告、开源证券研究所

2021 年公司发布股权激励计划，2022 年未能达成目标。激励计划以 2020 年净利润为基数，2021-2023 年公司净利润目标增长率不低于 80%/180%/330%，复合增速约为 63%，对应的净利润分别应不低于 2.49/3.87/5.94 亿元，同比增速分别不低于 80.0%/55.6%/53.6%。根据公司 2021 年度绩效考核结果，首次授予部分第一个归属期符合归属条件的激励对象人数为 309 人，可归属股份数量为 1274063 股，归属价格 9.03 元每股，占公司最新总股本的 0.3286%。但 2022 年受疫情等因素冲击，未能达成目标。我们认为，公司推出股票激励计划将有效激发员工积极性，提升团队凝聚力，优化经营效率，复苏背景下看好公司 2023 年达成股权激励目标。

表2：公司 2021 年设立股权激励计划，激励董事高管及其他 449 名员工

姓名	职务	数量 (万股/万份)	占授予总量的比例	占授予时公司总股本的比例
戴跃锋	董事长、总经理	150.00	15.3185%	0.3649%
何广文 (已离任)	董事、副总经理	0.45	0.0460%	0.0011%
黄晨泽	董事	102.86	10.5044%	0.2502%
张虎儿	董事	3.78	0.3860%	0.0092%
陈喆	董事	0.45	0.0460%	0.0011%
吴小瑾	副总经理、董事会秘书	3.78	0.3860%	0.0092%
晏德军	副总经理、财务总监	2.65	0.2702%	0.0064%
董事会认为应当激励的其他人员 (449 人)		575.24	58.7456%	1.3994%

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图8：2021年公司净利润达成股权激励承诺目标，但2022年未能达成


数据来源：公司公告、开源证券研究所

核心管理层正值当打之年，高管团队运营经验丰富。总经理、董事长戴跃锋（1982年生），作为公司创始人，深耕化妆品市场17年；董事张虎儿（1986年生），历任水羊股份的供应链管理部部长；副总经理陈喆（1984年生），现负责公司水羊国际的整体运营。年轻化的管理团队对于互联网的产品运营、消费群体特征、传播特点等有深刻理解，在面对需求端、渠道端、供给端变革时，快速反应进行品牌、产品、市场、渠道、运营策略调整，帮助公司稳步成长。

表3：公司创始人具备计算机背景，董事及高管经验丰富

高管	职务	出生年份	学历	履历
戴跃锋先生	董事长、总经理	1982	本科	曾就读于湖南师范大学计算机专业专业和湖畔大学一期。曾在曙光电子集团有限公司担任普通职员，后自主创业。淘宝平台开设个人店铺销售数码产品，先后担任长沙市天心区百拍网络科技执行董事、总经理，长沙市戴漫丽生物科技总经理、长沙市百年臻芳生物科技总经理、长沙滩头御泥化妆品贸易有限公司执行董事，御家汇网络执行董事、花瑶花生物、御泥坊生物执行董事、总经理。现担任公司董事长、总经理。
张虎儿先生	董事	1986	硕士研究生	历任湖南御家汇网络有限公司供应链部部长、水羊股份供应链管理部部长。2013年7月至2019年9月任公司副总经理，现任公司董事。
陈喆先生	董事	1984	本科	历任淘宝中国软件有限公司软件工程师、湖南御家汇网络有限公司运营总监、水羊股份战略拓展事业部运营总监，现任水羊国际总经理，2014年12月至今任公司董事。
宾婧女士	董事	1988	本科	历任公司花瑶花品牌总监、御泥坊KA渠道总监、水羊国际美妆事业部总监，现任水羊国际副总经理，2022年8月至今任公司董事。
黄晨泽先生	副总经理	1990	本科	历任小迷糊品牌事业部总监、新锐品牌事业部总经理，现任御泥坊品牌事业部总经理。2019年9月至今2022年8月任公司董事，2022年8月至今任公司副总经理。
吴小瑾女士	董事会秘书、副总经理	1981	博士研究生	2015年6月至今任公司董事会秘书，2016年9月至今任公司副总经理。
晏德军先生	财务总监、副总经理	1970	本科	本科学历。历任艾利(广州)有限公司财务经理，阿尔斯通(广东)高压电气有限公司财务总监，克明面业股份有限公司董事、财务总监。2016年9月至今任公司副总经理、财务总监。

资料来源：公司公告、开源证券研究所（截至2022年12月31日）

可转债定增落地，智能制造助力研发。水羊转债 2023 年 4 月 25 日成功上市。公司发行可转债 6.95 亿元，发行数量为 694.99 万张，每张面值 100 元人民币。募集资金预计用于水羊智造基地项目与补充流动资金，分别拟占用募集资金 5 亿元与 1.95 亿元。其中水羊智造基地项目拟建设化妆品生产车间、研发质检楼、原料工厂、仓库等，并购置相关机器设备，达产后公司自有产品产能将得到扩充，可有效提高公司生产能力和研发实力，提升生产自主可控性。募投项目贴式面膜产能为 8 亿片，为 2021 年销量的 2 倍；非贴式面膜及水乳膏霜产能为 1.6 亿瓶，为 2021 年销量的 2.44 倍。项目稳定运行后，预计可实现年销售收入 38.93 亿元，净利润 2.01 亿元。

图9：水羊智造基地项目总投资额高达 12.75 亿元

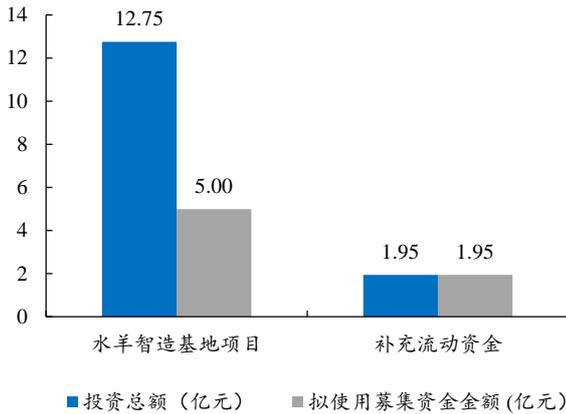
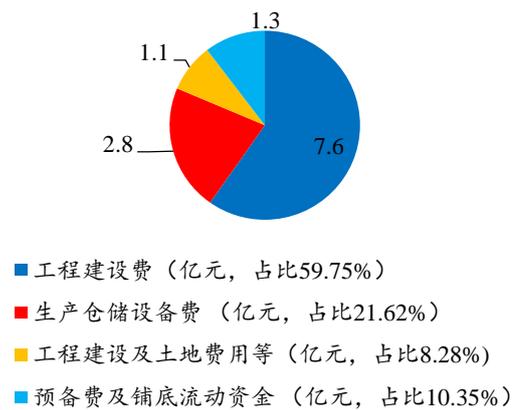


图10：水羊智造项目投资额主要用于工程建设



数据来源：公司公告、开源证券研究所

数据来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、财务分析：品牌升级进入收获期，2023 年有望迎来经营拐点

2022 年公司毛利率与行业均值相差无几，但净利率端明显承压。2020/2021/2022 年公司毛利率分别为 49.2%/52.1%/53.1%，2023Q1 公司毛利率提升至 53.7%，伴随产品结构持续优化、品牌服务收入增加，公司毛利率稳步提升。2020/2021/2022 年公司净利率分别为 3.7%/4.7%/2.6%，主要系 2022 年受疫情反复影响海关物流不畅，同时公司为其长远发展储备人才并加大研发投入，导致净利润端有所承压。2023Q1 公司实现净利率 5.2%，经营拐点初显，但对比行业优秀公司仍有较大提升空间。

图11：2022 年公司毛利率处于行业平均水平

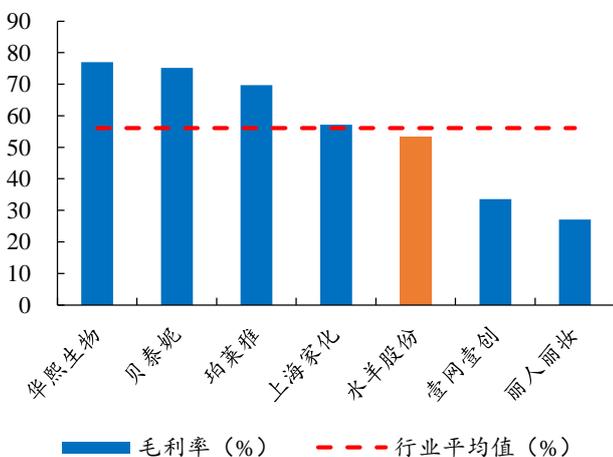
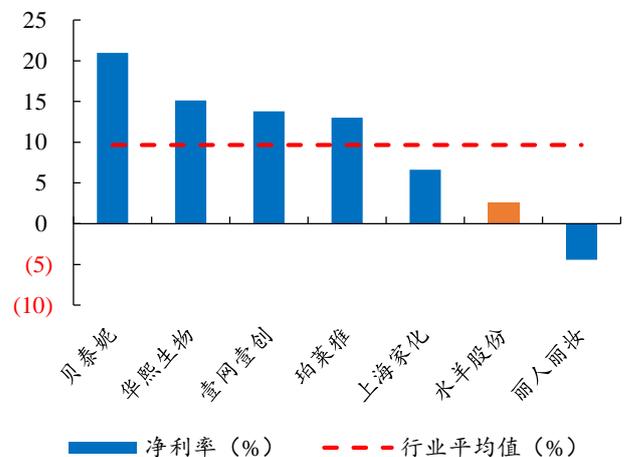


图12：2022 年公司净利率低于行业平均水平

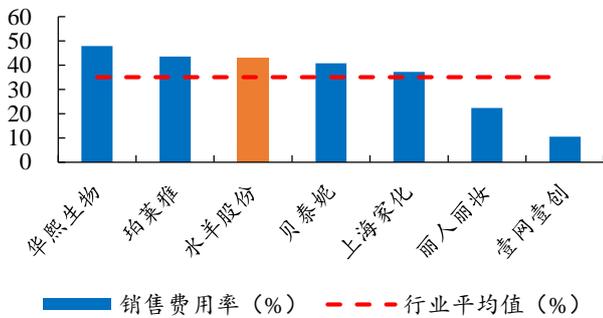


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

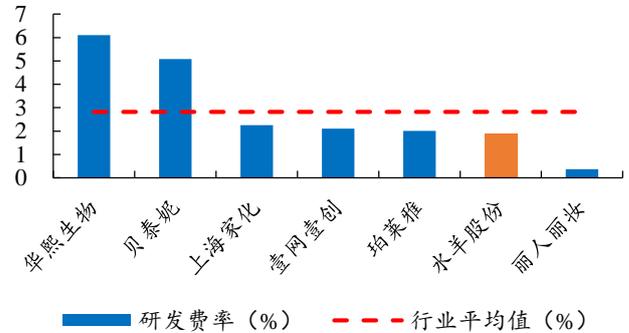
加大营销投入推动新品牌发展，发力产品研发带动研发费用率上升。2020/2021/2022年公司销售费率分别为 38.7%/40.5%/43.0%，高于行业平均值，研发费用率分别为 1.3%/1.3%/1.9%，虽有提升但研发费用率仍低于行业平均水平。此外，公司2020/2021/2022年存货周转天数分别为 137/107/132 天，低于行业平均水平，较健康。

图13: 2022 年公司销售费用率高于行业平均水平



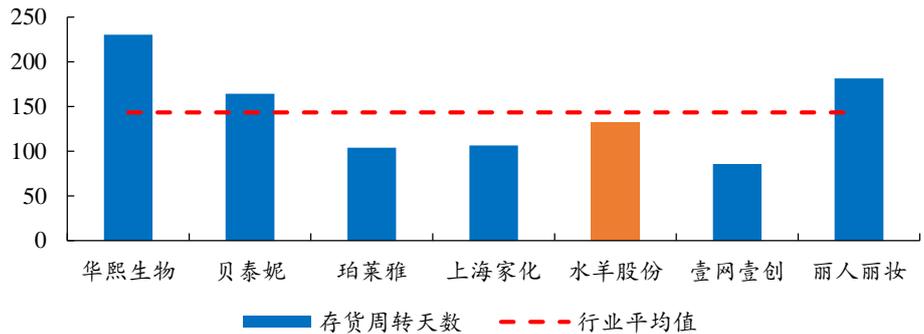
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2022 年公司研发费用率低于行业平均水平



数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 2022 年公司存货周转天数较为健康



数据来源: Wind、开源证券研究所

疫后复苏叠加品牌升级进入收获期，2023 年有望迎来经营拐点。2023Q1 公司实现收入 10.5 亿元(+0.1%)、归母净利润 5214 万元(+25.4%)，净利率为 5.2% (+1.3pct)，整体呈现回暖态势，预计一方面抖快等兴趣电商逐步放量叠加线下场景恢复，填补淘系下降缺口；另一方面则是品牌升级投放期过后，小品牌利润情况有所改善，叠加 2022 年收购高端品牌 EDB 贡献利润，预计 2023 年经营业绩有望迎来改善。

图16: 2023Q1 营收呈现回暖趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 2023Q1 公司净利率提升至 5.2%



数据来源: Wind、开源证券研究所

2、化妆品行业：中小品牌代理市场广阔，消费呈现“K型”分化

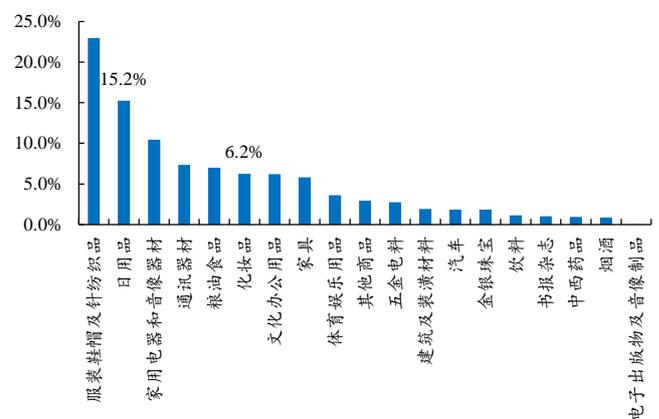
2.1、代运营向品牌服务转变，海外中小品牌代理仍为蓝海

网购渗透率持续提升，日化赛道空间广阔。根据国家统计局公布的社零数据，2022年中国网上零售额达到12万亿元，占总体社零的比重达到27.2%，渗透率持续提升。分品类看，2021年化妆品、日用品的网络零售额占比分别为6.23%、15.23%，占比在各品类中排名靠前，日化赛道市场空间广阔。

图18：2022年中国网上零售额占比达27.2%，再创新高



图19：日化用品网络零售额占比较高，市场空间广阔

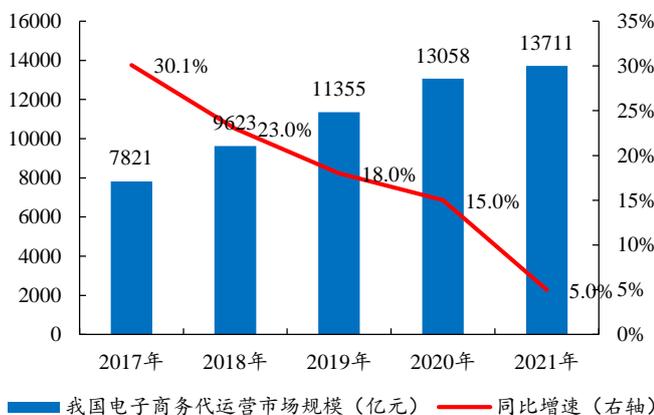


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

数据来源：商务部、开源证券研究所

代运营市场增速放缓、趋于成熟，但电商服务仍保持较快增长。2021年中国电子商务代运营市场规模达1.37万亿元，2021年同比增速放缓至5%，代运营行业逐渐迈入成熟阶段。互联网营销推广服务及电商资讯服务方面则快速起量，两个板块2021年市场规模分别达到60.7/33亿美元，同比增速分别为30.9%/121.5%。我们认为，电商市场竞争进入白热化阶段，流量红利逐步褪去，催生各品牌对于营销类、咨询类高附加值服务的需求。

图20：我国电商代运营市场规模增速逐年放缓



数据来源：商务部、开源证券研究所

图21：互联网营销、电子咨询服务保持较快增长



数据来源：商务部、开源证券研究所

代销/经销向品牌服务转变，高附加值带来更高利润水平。随着代运营服务的更深度合作，头部代运营商收入结构上有从简单的代销、经销模式向品牌服务转变的趋势。2014-2022年间，各头部公司品牌服务业务营收占比均有提升：宝尊电商品牌服务收入占比由25%提升至69%，若羽臣由0%提升至7%。此外，品牌服务占比更高的公司有着更好的盈利水平，2022年壹网壹创的净利率13.79%，而若羽臣和丽人丽妆的净利率仅分别为2.78%/-4.42%。

图22：2014年代运营公司品牌服务营收占比相对较低

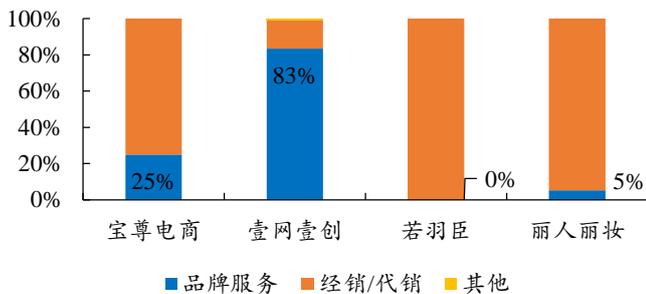
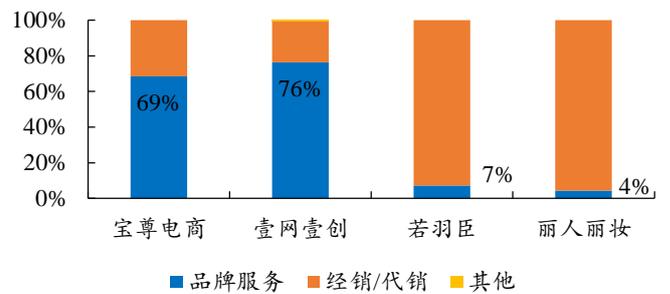


图23：2022年代运营公司品牌服务占比较2014年提升

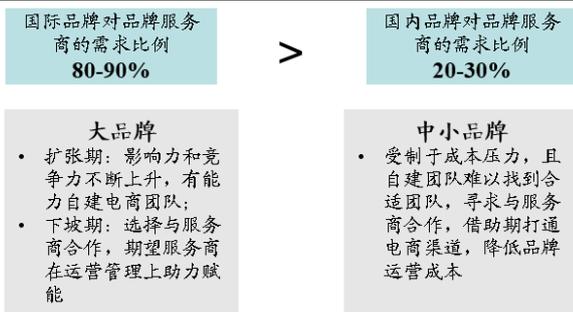


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：因数据缺失，壹网壹创采用2015年数据）

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：因数据缺失，丽人丽妆采用2020年数据）

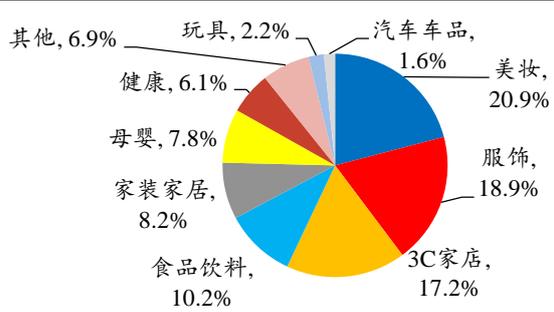
成熟品牌倾向收回运营权，海外高端小众品牌仍为蓝海。伴随中国即将迈入全球第一大化妆品市场，以及DTC在国内的盛行，海外品牌开始收回在中国的电商运营权，如2017-2019年欧莱雅集团依次从丽人丽妆、悠可手中收回巴黎欧莱雅、科颜氏、兰蔻、碧欧泉、植村秀、美宝莲、薇姿、理肤泉、修丽可等十余个品牌经营权并转为自营。根据艾瑞咨询，国际品牌对于品牌服务商的需求比例在80-90%，而国内品牌的需求比例仅在20-30%，此外，大品牌更有资金及人员优势组建自己的电商团队，因此我们认为，海外中小品牌更需要有经验的本土品牌服务商为其助力。

图24：综合看，海外中小品牌代运营需求更大



资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图25：服务商美妆品类品牌数量占比20.9%（2019年）



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

表4：美妆品牌电商服务需求高，且佣金率更高

	2019年三种品类电商服务需求对比	2019年三种品类电商服务佣金率行业均值水平
美妆品牌	50-60%	15-20%
服饰品牌	20-30%	10-15%
3C家店品牌	10-20%	2-10%

数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

2.2、2022 年化妆品大盘承压，2023 开年已重回正增长

受疫情及消费场景、物流受限影响，2022 年全国化妆品销售额承压。2022 年中国化妆品零售总额 3936 亿元，同比-2%。疫情放开后化妆品大盘重回正增长，2023 年 1-2 月/3 月/4 月中国化妆品零售总额分别同比+6%/+14%/+29%，1-4 月合计同比增长 13%。

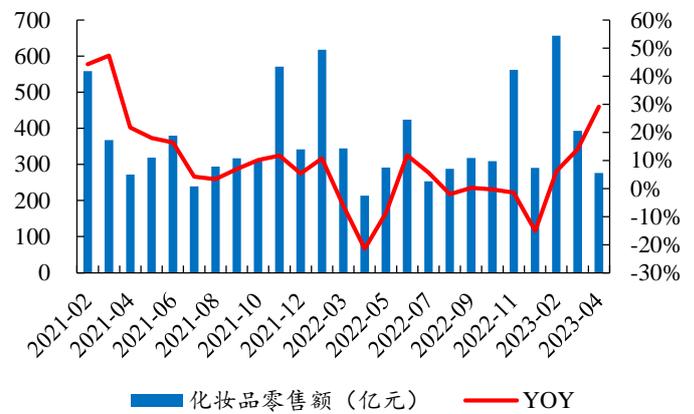
线上平台出现分化，线下场景复苏。根据魔镜数据，一季度淘宝天猫美容护肤品类销售额同比下滑 10.41%，彩妆香水品类销售额同比下滑 18.05%，销量的下跌幅度窄于销售额，受消费降级影响平台客单价走低；抖音美容护肤品类销售额同比增长 67.2%，彩妆香水品类同比增长 87.1%。线下消费场景放开，美妆集合店成为重要增量，2023 年 1 月调色师单店 GMV 同比增长超 40%，3 月同比增长 50%，一季度整体 GMV 合计同比增长 30%。

图26：2022 年化妆品社零额同比-2%，销售承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：2023 年 1-4 月化妆品零售总额同比增长+13%



数据来源：Wind、开源证券研究所

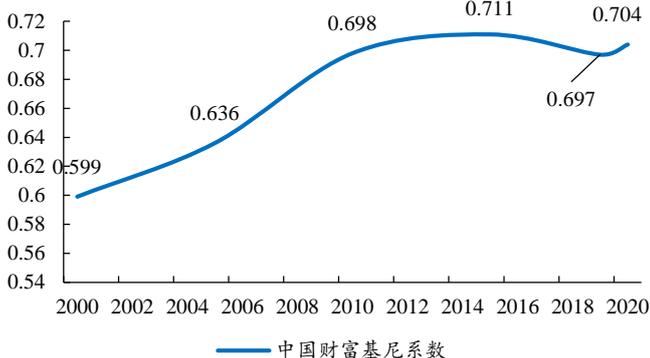
表5：2023Q1 淘系/抖音化妆品销售情况，销量表现优于销售额

平台	类别	销售额同比	销量同比
淘宝/天猫	美容护肤	-10.41%	-7.37%
	彩妆香水	-18.05%	-13.42%
抖音	美容护肤	67.20%	85.90%
	彩妆香水	87.10%	86.10%

数据来源：魔镜市场情报、开源证券研究所

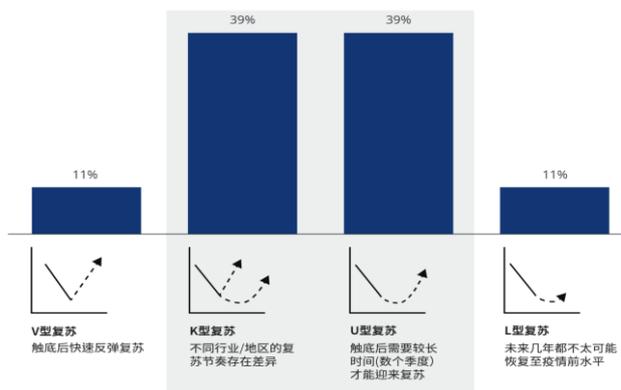
消费信心仍低迷，疫情加大贫富差距消费呈现 K 型复苏。2020 年受疫情影响中国财富基尼系数上升，表明贫富差距拉大。疫情期间社会零售品总额与消费信心指数呈现较强相关性，对于未来收入的不确定性造成消费信心的缺失，导致社零增速下降。疫情过后“富人愈富、穷人愈穷”的趋势愈发明显，中产阶级作为疫情前消费升级的主力客群，呈现消费降级趋势，对于同品质产品的价格更加敏感。

图28：中国财富基尼系数 2020 年提升，贫富差距加大



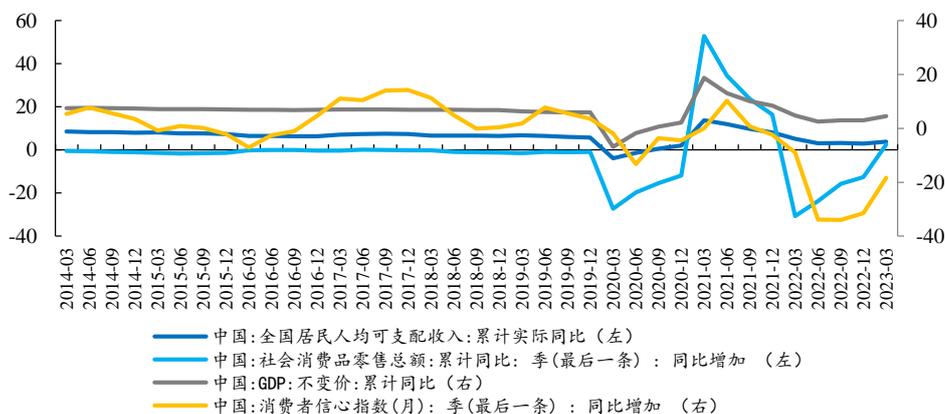
数据来源：《Credit Suisse Global Wealth Databook 2021》、奥纬咨询、开源证券研究所

图29：多数受访高管认为疫后消费将呈现 K/U 型复苏



资料来源：奥纬咨询

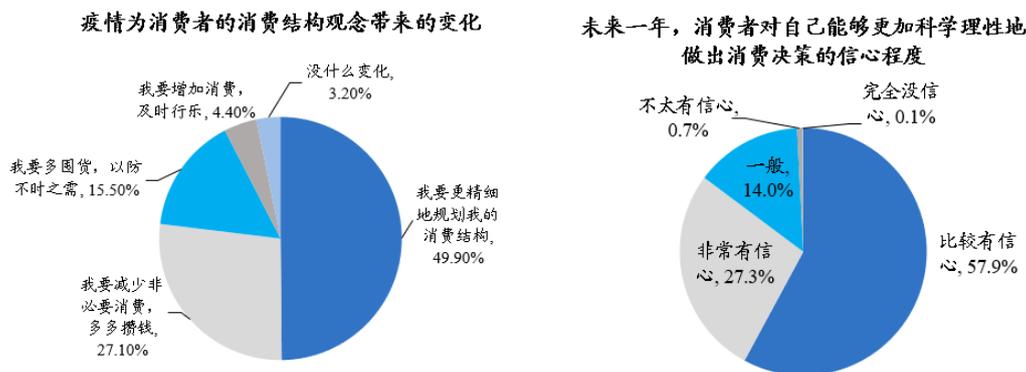
图30：疫情期间社零与消费信心指数呈现较强相关性



数据来源：Wind、开源证券研究所

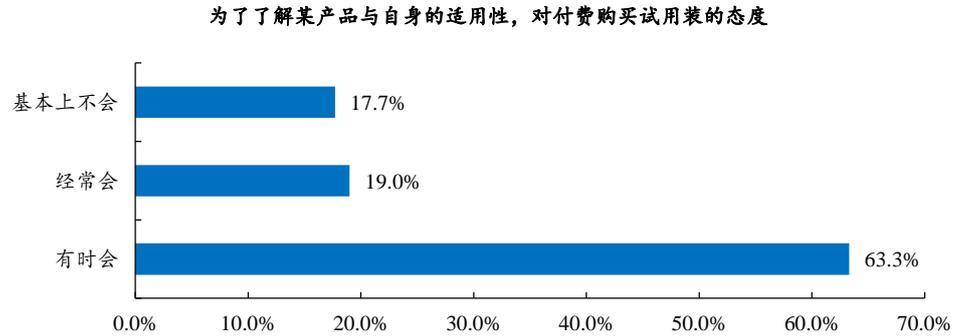
疫情后消费者观念更为理性，决策更谨慎。经历新冠疫情后，消费者对消费态度普遍更加冷静，根据艾瑞咨询，只有 4.4% 的消费者表示要增加自己的消费，超过 92% 的消费者表示自己的消费观念更加保守，需要更精细地规划或减少消费。在这样的变化之下，有 85.2% 的消费者相信，自己未来一年能够继续保持科学消费。

图31：疫情后消费者消费观念更为科学理性



数据来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

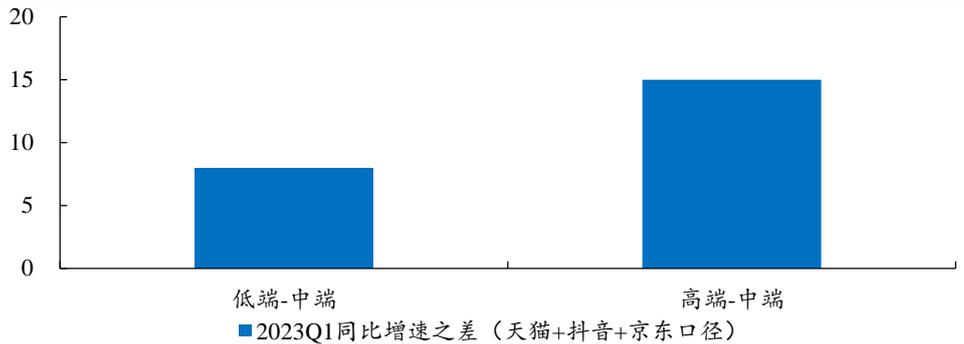
图32: 82.3%的消费者愿意先行付费试用



数据来源: 艾瑞咨询、开源证券研究所

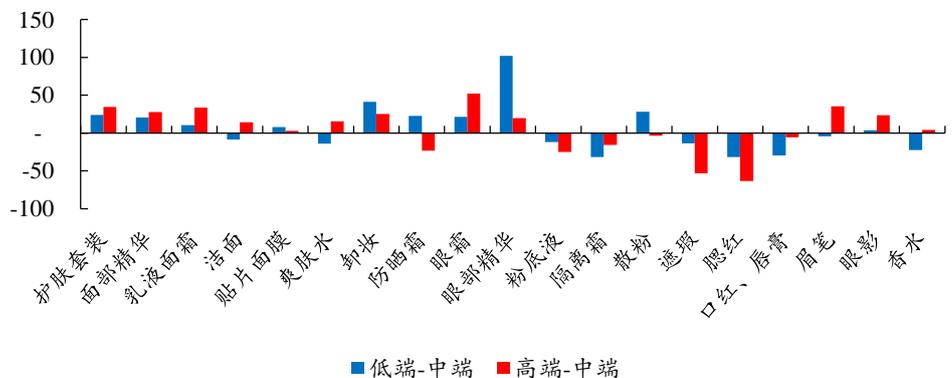
疫情放开后，低端/高端化妆品表现优于同类的中端产品，复苏呈 K 型分化。根据久谦咨询数据，我们进一步加总天猫、抖音、京东三个电商平台，同品类不同价格档次的化妆品销售额，继而发现 2023Q1 低端产品销售额的同比增速较中端产品+8pct，高端产品较中端产品+15pct，这表明化妆品疫后复苏呈 K 型分化；此外，相对耐用的、价值更高的面霜、精华等品类 K 型分化更为明显。

图33: 疫后线上大盘数据显示化妆品 K 型分化明显 (单位: pct)



数据来源: 久谦、开源证券研究所 (数据采用天猫、抖音、京东三个线上平台之和)

图34: 多数品类低端/高端价位产品表现优于中端 (2023Q1 vs. 2022Q1, 单位: pct)



数据来源: 久谦、开源证券研究所 (数据采用天猫、抖音、京东三个线上平台之和)

表6：化妆品根据不同价位可以分为低、中、高端不同档次

(单位：元)		低端	中端	高端	
护肤	面部护理	护肤套装	<150	150-700	>700
		面部精华	<130	130-600	>600
		乳液面霜	<90	90-400	>400
		洁面	<50	50-200	>200
		贴片面膜	<70	70-200	>200
	防晒	爽肤水	<90	90-300	>300
		卸妆	<60	60-200	>200
	眼部	防晒霜	<80	80-250	>250
		眼霜	<120	120-500	>500
	彩妆香水	面部彩妆	眼部精华	<120	120-550
粉底液			<90	90-400	>400
隔离霜			<75	75-270	>270
散粉			<60	60-280	>280
遮瑕			<60	60-240	>240
唇部彩妆		腮红	<50	50-260	>260
		口红、唇膏	<50	50-250	>250
眼部彩妆		眉笔	<30	30-100	>100
		眼影	<40	40-230	>230
香水		香水	<150	150-750	>750

数据来源：久谦、开源证券研究所（注：根据久谦对各品类价格按降序划分，价格前 10% 为高端，10-60% 为中端，60% 以上为高端，价格取近似整数）

3、代理业务：已有业务稳固，挖掘海外高端小众拓空间

3.1、创新提出 CP 模式，全要素全渠道赋能

独创 CP 模式，全要素、全渠道赋能品牌全生命周期，有效提升客户黏性。公司于 2018 年推出了数字化驱动的国际美妆开放平台“水羊国际”，并独创全新 CP 模式（China Partner），旨在帮助海外小众、高端品牌全面提升品牌价值，共享中国市场增长红利。当前合作品牌已有 30+，合作伙伴来自全球 13 个国家。公司代理业务已形成“1+5+n”的结构，“1”代表公司代理业务的基本盘强生，“5”代表护肤、彩妆、个护、香水、健康食品 5 各品类，“n”代表 n 个品牌。水羊已在海外市场累积了良好口碑，形成业务上的正向循环。2023Q1 公司除强生以外的代运营业务实现 25% 以上的增长，毛利率亦有所提升，盈利能力稳定。

表7：水羊国际合作品牌来自全球各地

代理品牌	品牌定位	2022 年销售情况
城野医生	日本皮肤学护肤	明星单品 377 美白精华为天猫热销 TOP4 的美白精华，双 11 期间天猫销售额同比增长超过 100%，同时 377 面霜跃居天猫大众美白面霜 TOP1
露得清	抗初老先锋	稳居天猫 A 醇销量 TOP1，在 618、双 11 大促期间，其单品 A 醇晚霜蝉联天猫国际乳液面霜第 TOP1
大宝	国民经典	单品 SOD 蜜稳居淘系乳液面霜销量 TOP1，B5 修护乳新品上线实现突破性销量
李施德林	百年专业漱口水	连续 8 年稳居漱口水类目 TOP1，线上份额持续上涨

代理品牌	品牌定位	2022年销售情况
Rogaine	美国专业生发	蝉联天猫国际医药生发品类 TOP1，京东渠道实现国际医药品类 TOP5
强生婴儿	全球第一母婴品牌	打造全龄覆盖多品类爆款梯队，宝宝润肤油销量稳居天猫润肤油 TOP2，并加强儿童线布局，洗发水等产品实现较快增长
LORD & BERRY	米兰秀场彩妆	中国市场规模实现近 500% 增长，核心单品超模粉底液稳居天猫进口粉底液排行榜 TOP2
KIKO	意大利米兰时装周御用彩妆	大单品防晒粉饼稳居淘系粉饼类目产品 TOP1，同时还被授予 2022 年天猫美妆新品牌行业奖的年度定妆奖
LUMENE	芬兰国民天然护肤	单品极地面霜成为全网现象级北欧保湿面霜
美斯蒂克	西班牙专业院线	营收同比增长 300%，抖音渠道营收同比增长超 700%，明星产品亮白饮成为天猫、抖音丽人海外膳补类目 TOP1

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图35：公司代理业务现已合作超 30 个品牌



资料来源：水羊国际官网

图36：公司线上渠道基本覆盖，线下合作渠道超六千家

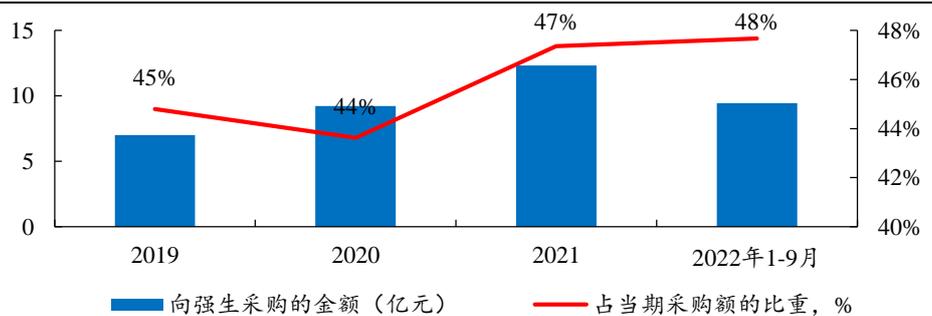


资料来源：水羊国际官网

3.2、深度绑定大客户，强生集团品类众多、合作稳健

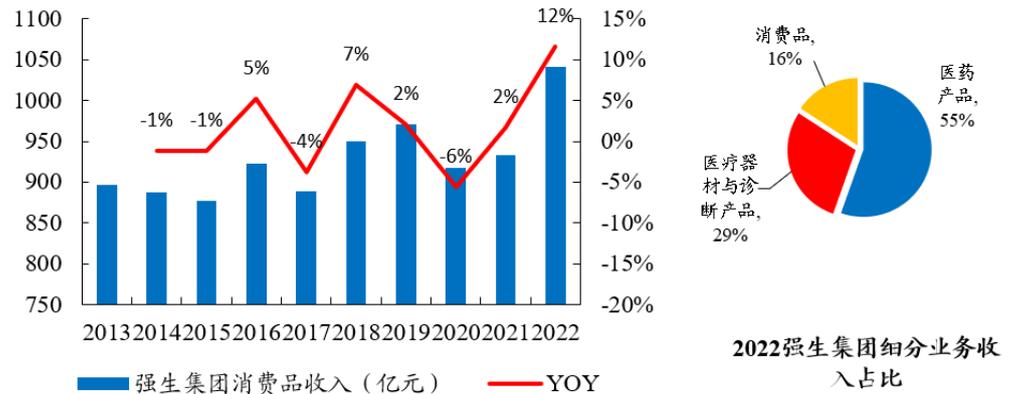
借城野医生契机奠定合作关系，全面接手强生集团中国区电商业务。2013 年强生集团旗下品牌城野医生首次进入中国市场，但一年后运营不善离场，2017 年城野医生与公司达成合作，2018 年该品牌全年销售额同比增长 117%，天猫美妆品牌旗舰店排名第四。2019 年开始，公司与强生集团达成战略合作，全面承接强生消费品在中国的电商业务。目前合作的重点品牌有城野医生、露得清、大宝、李施德林、生发品牌 Rogaine、强生婴儿。值得注意的是，强生集团的业务重心仍在医药板块，2022 年消费品业务占比仅 16%，我们判断其收回电商业务转自营的可能性较低。

图37：公司向供应商强生采购额比重呈提升趋势



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图38：2022年强生集团消费品收入占比仅16%左右，集团发展重心仍在医药板块



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.3、持续挖掘海外高端小众优质品牌，凸显公司优秀运营能力

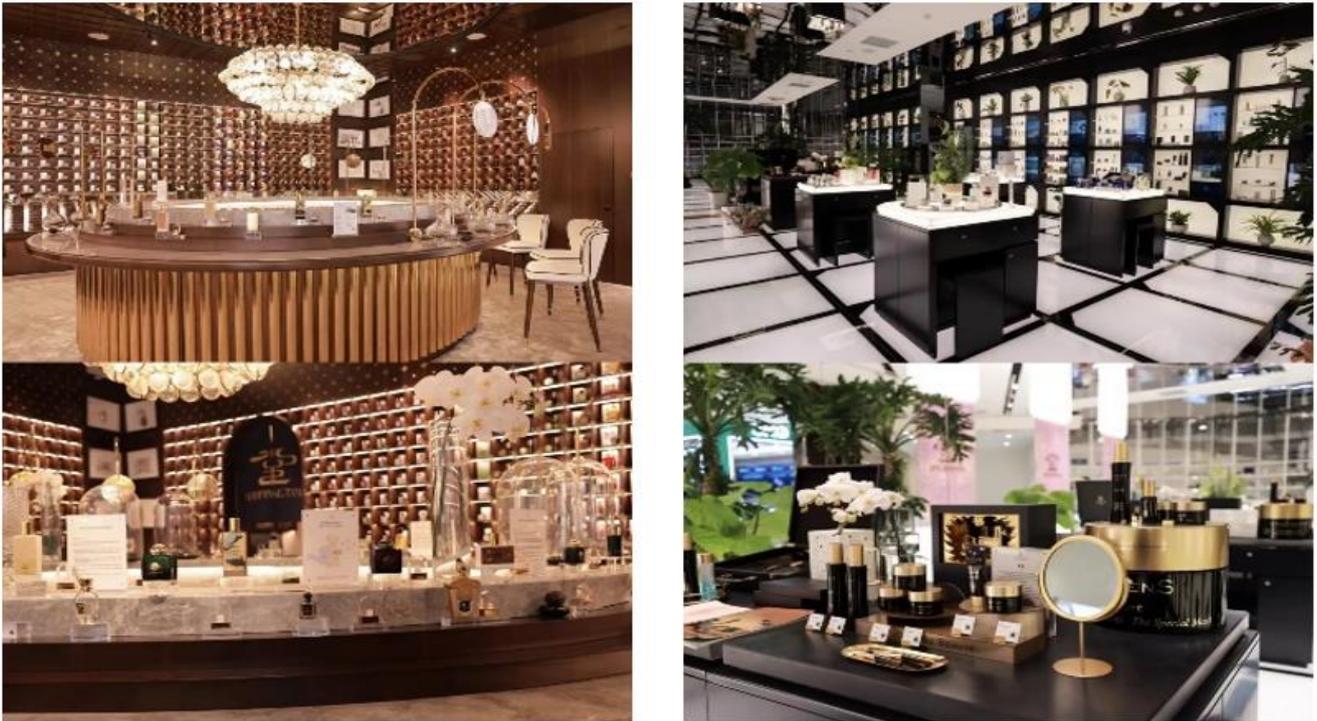
其他品牌代理业务增速较快，利润率优于大客户。除已在中国市场大热的海外优质彩妆 KIKO、Lord&Berry 外，近期公司发力高端小众市场，（1）香水方面，接连签下阿曼皇室御用品牌 Amouage、法国高奢香水品牌 MEMO；（2）院线护肤方面，签下加拿大专业抗衰老药妆 CELLEX-C，英国实验室品牌 ZELENS，西班牙高价院线品牌 mesoestetic。大客户强生业务量更大且议价能力更强，高端小众品牌单价更高，利润率水平优于强生。公司在海外市场具有良好口碑及一定影响力，有望通过代运营扶植其他优质小众品牌，复制 EDB 收购之路。

表8：公司新代理品牌主要集中在高奢香水及院线护肤等海外小众优质品牌

品类	品牌	产品	简介	大单品价格（元）
高奢香水	Amouage		阿曼皇室号召成立的国际奢侈品牌香水，使用 120 种以上名贵香料，来自国王的珍贵礼物	2000
	MEMO Paris		创始人收集旅途记忆作为 MEMO 灵感，透过顶级调香是的诠释，创立法国高奢沙龙香水品牌	1998
院线护肤	CELLEX-C		来自加拿大的专业抗衰老药妆品牌，主打维 C 护肤	1259
	mesoestetic		西班牙跨国药厂，产品亿进入全球超 90 个国家的抓俺也美容诊所及医疗中心	889
	ZELENS		由国际知名抗衰领域权威专家 Dr. Marko Lens 创立，主打科学护肤抗老功效	440

资料来源：公司各品牌公众号、天猫旗舰店、开源证券研究所

图39：水羊堂线下全球高端美妆集合店，定位平均消费客单价 2000-5000 人民币美妆高端消费群体



资料来源：水羊堂小红书账号

4、自有品牌：新晋品牌放量元年，传统品牌升级优化

4.1、EviDenS de Beauté (EDB)：代理转自有，进军国际高端市场

收购代理品牌伊菲丹，助力品牌矩阵高端化。2022 年下半年，公司以 4950 万欧元收购高端护肤品牌伊菲丹（EviDenS de Beauté, EDB），收购价对应 PE 仅为 9 倍，低于行业平均水平。伊菲丹品牌源自法国，定位高端敏感肌抗衰，产品售价多在 1500 元以上。业务布局来看，伊菲丹销售区域包括美国、法国、英国、日本、韩国、泰国等超过 30 个国家或地区。销售渠道来看，2021 年伊菲丹在国内已进入丝芙兰、王府井、高端百货 SKP；在国外已入驻巴黎老佛爷百货、瑰丽酒店以及莫斯科中央百货、泰国皇权、英国 Harrods 等众多高端渠道；预计 2023 年将新增 30 个免税网点。

表9：公司收购 EDB 对应 PE 低于行业平均水平

公司名称	市盈率
欧莱雅	38.42
欧舒丹	28.56
拜尔斯道夫	38.41
联合利华	18.22
平均值	30.9
本次收购 EDB 公司	9.00

数据来源：公司公告、开源证券研究所（各项指标为以 2022 年 6 月 30 日当日市值测算的静态比率）

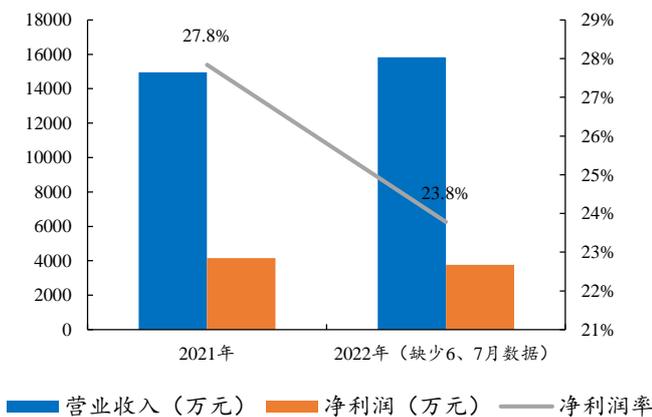
拓品类、拓条线，以超级面膜+精粹水配搭售卖，同时推出极致线、樱花线。公司于2019年开始代理伊菲丹品牌，收购后赋予更多资源倾斜。品牌大单品超级面膜+精粹水已登陆李佳琦直播间作为组合售卖，拉高客单价的同时提升连带率。2023年伊菲丹还将在中国市场打造防晒精华等多款产品，丰富产品矩阵，同时拓展极致线和樱花线，分别针对高端礼盒需求人士和高端年轻女性。

图40：推出套装及樱花系列，扩品类扩客群



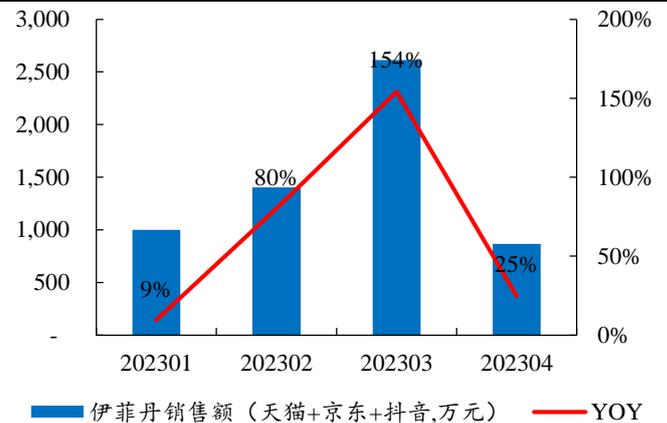
资料来源：伊菲丹官方公众号

图41：EDB公司净利润率水平较高，超20%



数据来源：公司公告、开源证券研究所 (公司仅披露了2022年1-5月&8-12月数据，欧元兑人民币汇率为7.5835)

图42：伊菲丹品牌2023年1-4月线上平台销售表现良好



数据来源：久谦、开源证券研究所

较多单品待引入国内市场，多元产品矩阵提振业绩空间较大。根据伊菲丹官网，目前在国内售卖的单品仅有不到10款，且以打造超级面膜爆款+精粹水为主，而伊菲丹海外有30+款产品上市，较多高单价大单品待引入国内市场，如肌肤亮泽系列、主打极致抗衰的臻金系列等。随着现有的超级面膜大单品+精粹水在高端市场取得较高知名度和稳定客户人群，产品力和品牌力将带动其它品类增长，助力更多海外产品进入国内市场，促进更多大单品的诞生。

图43：伊菲丹还有众多单品有待引入国内市场



资料来源：伊菲丹官网

下文我们将通过复盘奢美品牌海蓝之谜和赫莲娜全球/中国市场发展之路，总结其成功经验并思考其对 EBD 品牌运作有何借鉴。

(一) 海蓝之谜：1965 年由美国前太空物理学家麦克斯·贺伯博士创立，历经 12 年 6000 次实验，从深海巨藻和其他精纯成分中发酵萃炼出海蓝之谜品牌的灵魂成分——神奇活性精萃 Miracle Broth。1995 年创始人逝世，品牌由雅诗兰黛收购，并成功恢复活性精萃 Miracle Broth，此后海蓝之谜围绕核心成分相继推出眼霜、精华、面膜等品类。2004 年海蓝之谜进入中国市场，2011 年启动线上渠道、旅游零售渠道布局，并于 2015 年入驻天猫旗舰店正式开始在国内线上运营。

根据久谦中台数据，2017-2021 年，海蓝之谜线上天猫+京东+抖音平台销售额由 1.8 亿元增长至 28.1 亿元，CAGR 达 100%，销量由 12.6 万件增长至 209.4 万件，CAGR 达 102%。

图44：海蓝之谜线上销售额持续高增

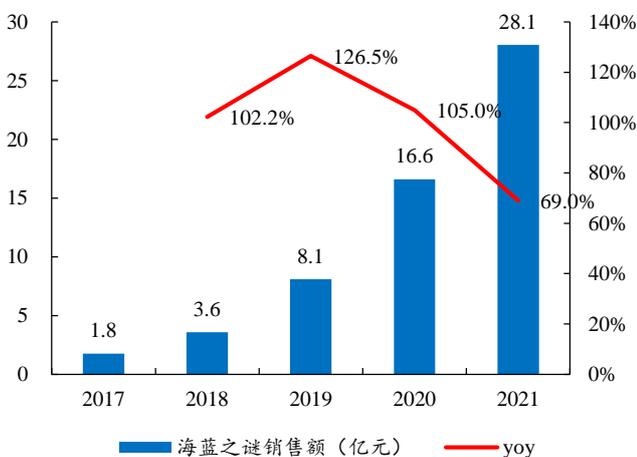


图45：海蓝之谜线上销量平均每年增长超过 1 倍



数据来源：久谦、开源证券研究所

数据来源：久谦、开源证券研究所

复盘海蓝之谜中国发展之路：追求品效合一，超高端品牌年轻化之路

(1) 互联网时代前：通过超级大单品海蓝之谜面霜夯实品牌定位，打响知名度。2004年海蓝之谜刚进入中国时，在保留品牌传奇故事的同时，采取“单品单柜”形式，依靠最能代表海蓝之谜精神的海蓝之谜面霜强化品牌“修复”功效，占领用户心智，塑造高端品牌调性，触达目标用户群体。一经推出，即在各个专柜创出销售佳绩。

(2) 互联网渠道红利期：打造具有品质感的线上渠道，兼顾扩大受众群体和坚持品牌调性。在中国市场，随着电商渠道重要性日益凸显，海蓝之谜积极进行线上渠道布局，2015年4月21日海蓝之谜天猫旗舰店正式成立，开始触达更多专柜和店铺难以企及的消费人群。并且在线上装修、产品定制、服务体验方面追求更高的品质感体现品牌调性。

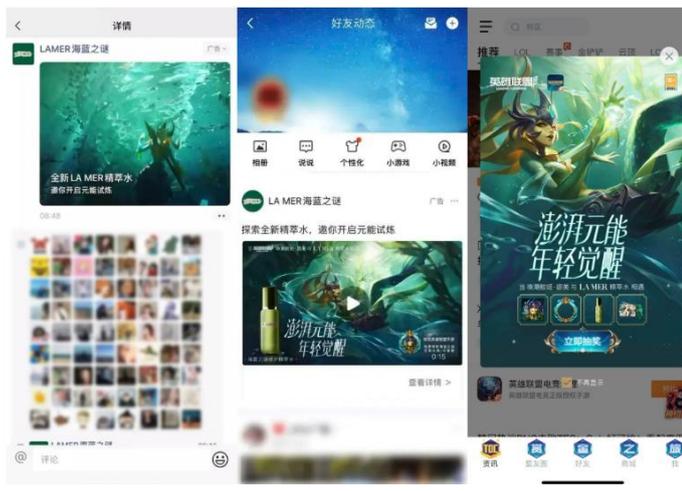
- **店铺：**海蓝之谜用 H5 技术将每家专柜“标配”的鱼缸搬到了店铺首页，字体和排版设计均体现区别于大众品牌的设计感。
- **产品：限量+轻量定制+新品发布打造“线上版高级定制”。**海蓝之谜线上旗舰店开业首日品牌即推出全球独家首发 93800 元的宝诗龙合作限量款面霜。2015 年海蓝之谜又推出不同规格的定制款 HALFSIZE 系列，“半份装”、“1/4 份装”以更亲民的价格俘获了年轻群体，其中售价为 760 元的 15ml 装面霜一度跃升天猫高端面霜销量 top1。随着天猫专供轻量装产品大获成功，海蓝之谜随即将重量级的新品发布也放到了线上，2015 年 12 月鎏金焕颜精华露于天猫进行亚太地区首发；2017 年超级品牌日海蓝之谜又在天猫首发“年轻精华”、精粹液等“年轻化”新品，预热期间客单价高达 2500 多元的明星面霜预定近 2000 件。
- **服务：线上线下会员数据无缝对接+定制线上服务，缩小线上线下服务体验差异。**2015 年双 11 期间，海蓝之谜打通会员绑定和查询功能，2017 年新增会员积分线上兑礼权益，实现线上线下统一会员积分和权益。此外，线上会员更能享受定制精美电商包装盒，定制刻字银质托盘以及优先预定线下专柜一票难求的 SPA 护理服务。截至 2017 年海蓝之谜通过天猫成功吸纳超过 2 万名新会员，每一次大促之后的新客占比达到 90% 以上。

(3) 后互联网时代：细分品类精准定位目标人群，多元营销组合拳适应并引领新时代营销。深度解构年轻客群需求。

- **在产品细分上，**2021 年 8 月海蓝之谜推出全新修护精萃乳，配方添加专为亚洲女性研制的能淡化干纹细纹的胶原胜肽，以及灵魂成分神奇活性精萃，改善了市面上的乳液普遍存在的黏腻感问题，为春夏季油性、中性肌肤用户提供更多选择。2022 年 3 月其又推出新品精萃水，在经典面霜之外触达更广泛的用户。
- **在推广精萃乳上，海蓝之谜采取了明星 KOL 强曝光+品牌 campaign 年轻化助力+数智化工具结合的营销方式。**海蓝之谜开启“年轻由我”品牌 campaign，明星及时尚博主联合外围媒体打造曝光盛典，同时以“轻”为连结点，延伸至“轻职场”，“轻旅行”、“轻美食”，拍摄“年轻由我”系列微电影，精准触达年轻客群。此外，海蓝之谜与阿里妈妈联合，通过 deeplink 深链人群通、Uni Desk 等数智化赋能手段，大大提升了精萃乳的转化效率，促进爆品打造。2021 年 8 月，全新修护精萃乳快速上升为品类 TOP1，月销破万瓶、销售额破亿，还成功帮助品牌拉新，使得新客比例接近 70%，其中 Gen Z 比例增加 10%，促进了海蓝之谜客群的整体年轻化。

此外，海蓝之谜更是借助游戏 IP 营销深度内容共创，深度解构年轻客群需求。海蓝之谜将品牌产品融入英雄联盟经典英雄“唤潮鲛姬·娜美”背景中，创造全新的场景，使品牌资产自然呈现，充分借助硬广资源触达游戏核心圈层用户，并联动电竞圈 KOL 发声和小红书美妆时尚类 KOL 种草实现各圈层的超亿级曝光，实现绕过品牌声量的持续走高，达到年轻圈层的激活、辐射范围的延伸和营销价值的最大化。

图46：海蓝之谜多阵地同步对 IP 合作内容大范围曝光



资料来源：开源证券研究所

图47：海蓝之谜借力美妆 KOL 实现大范围种草



资料来源：小红书

我们认为海蓝之谜在中国市场成功的经验在于：坚持高端品牌定位，通过超级大单品打造品牌力和知名度，同时顺应国内互联网时代需求，重视线上渠道品质感的打造，并辅以多元营销手段和品类细分触达更多年轻消费人群，并且与时俱进创新营销、渠道打法，实现由小众高端品牌向大众高端品牌的转化。

(二)赫莲娜:1900 年赫莲娜在澳大利亚生产并售出了她的第一款产品 Valaze 乳霜，赫莲娜品牌成立，赫莲娜女士率先提出将先端科技融入美容产品。此后赫莲娜品牌逐渐在欧洲、美国、日本兴起，直到 1989 年被欧莱雅集团收购，品牌已经在欧洲，日本和南美市场站稳了脚跟。2000 年赫莲娜进入中国市场，2015 年入驻天猫，在中国市场迅速扩容。2016-2020 年，赫莲娜 4 年实现了近 10 倍增长。

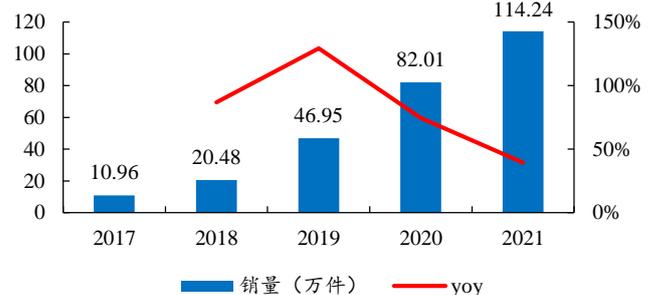
根据久谦中台数据，2017-2021 年，海蓝之谜线上天猫+京东+抖音平台销售额由 0.35 亿元增长至 14.96 亿元，CAGR 达 155%，销量由 10.96 万件增长至 114.24 万件，CAGR 达 80%。

图48：2017-2021 年赫莲娜线上平台持续高增长



数据来源：久谦、开源证券研究所

图49：2017-2021 年赫莲娜线上平台销量 CAGR 达 80%



数据来源：久谦、开源证券研究所

复盘赫莲娜中国发展之路：坚守低调奢华风，高举高打坚持产品力驱动销量

美学加持强化品牌形象。赫莲娜品牌独特的品牌精神和美学价值契合新时代女性发现自身价值的内在追求。赫莲娜每年8-9月超级品牌日从不同角度讲述品牌精神、将品牌精神与建筑融合以及选取王菲作为代言人强化品牌形象，塑造品牌力。

科技赋能，成分配方升级迭代强化产品力和超高端品牌定位。赫莲娜坚持与生物学、皮肤学、医学美容领域的顶尖科学家们合作，实现成分、肤感、功效全方位升级。如首次将植物干细胞科技用于护肤品的POWERCELL绿宝瓶系列；兼具护肤体验和复制尖端医美疗程的Re-PLASTY干预式护肤系列；CELLGLOW至美琉光恒采系列在「细胞基因表达改写」新领域独辟蹊径，成功开启全新肌肤细胞科学科技护肤新时代；以及源于罕有的大溪地皇家黑珍珠，限量发售的尊容臻养系列等等。在120周年之际，HR赫莲娜发布全球首个日夜协同的面霜组合——黑白绷带，不断自我超越。基于成分、配方、功效的不断升级迭代，赫莲娜产品在国内单价不断提高，2017-2021年赫莲娜在线上平台综合单价由321.27元上升至1456元，上涨超过3倍。

图50：赫莲娜三大明星单品塑造超强产品力



图51：赫莲娜线上平台销售价格逐年提升



资料来源：CBO focus

数据来源：久谦、开源证券研究所

数字化赋能全渠道，跑通高奢品牌线下数字化之路。与海蓝之谜类似，赫莲娜2015年即入驻天猫平台，在线上平台销售具备先发优势。借由线上数字化思维，赫莲娜线下推出云柜台小程序，在业内首次实现了百货系统的完全打通和门店的智能化营销管理，开辟了两种全域经营模式：针对直营门店采用“总部收款、门店发货”模式，针对百货门店采用“百货收款、门店发货”模式。在赫莲娜与腾讯智慧零售合作的导购大赛中，通过充分赋能线下门店美容顾问，7家试点门店云柜台单月销售破百万，销售占比超过15%且全渠道日销目标完成率提升20%。

极致服务：深耕线下服务和体验，坚守线下价值巩固核心客群。2012年赫莲娜在中国市场引入奢华护理头等舱服务，线下所有柜台都配有独立或半私密的美容房区域让消费者体验产品和服务，所有美容服务手法都是经由法国培训师专门研发，受法国总部的培训经理严格考核，并提供专业的肌肤诊断仪器和美容咨询。全渠道奢美服务给予的高价值感利于巩固客情和招募新客。2019年，仅占品牌会员总数16%的VIP客群为HR赫莲娜贡献了63%的生意额。2018年全渠道新客增长184%，其中90后客人占比近50%。2022年1-8月疫情背景下，赫莲娜线下业绩依旧亮眼，线下营收占比接近6成。

与 KOL 合作，精准内容传播把握 Z 时代消费者。赫莲娜针对不同类型的消费者把传播内容分为两类，针对专业、求知欲强、更关注产品功效和成分的消费者，通过与“科普型”KOL 合作，投放专业测评类内容；针对另一类更在意产品真实使用感受的消费者，则通过与素人 KOL 合作，投放同类竞品对比分享满足这部分人群需求。

图52：赫莲娜通过科普型 KOL 投放专业测评类内容



资料来源：小红书

图53：赫莲娜通过分享型 KOL 投放同类竞品对比分享



资料来源：小红书

➤ **海蓝之谜&赫莲娜相同点：**积极打造大单品，强调超高端品牌定位并且顺应互联网时代要求开拓线上渠道。

➤ **海蓝之谜&赫莲娜不同点：**

(1) 海蓝之谜大单品成分配方经过时间检验积累丰厚口碑，稳定性强，不轻易变动；而赫莲娜更强调科技、成分、功效的迭代创新带来的超强产品力。

(2) 海蓝之谜更注重线上渠道品质打造，触达更多年轻客群，赫莲娜更注重线下渠道服务品质升级，巩固核心客群和提高留存率。相比赫莲娜的始终坚持产品力驱动，更侧重产品功效营销宣传。

海蓝之谜在已经具备超强生命周期的稳定大单品的情况下，不反复升级配方可以减少研发投入（可以增删不同质地，没有本质变动），具备高毛利和持续现金流，在此基础上扩大客群，打造大众高端品牌更容易打开渠道，提升规模。对照伊菲丹品牌的情况来看，品牌核心大单品“超级面膜”配方已经经过反复试验，并在消费者中构筑广泛口碑，具备稳定和经过时间检验的产品品质。因此我们认为，如何精准触达客群，并有效扩大客群规模是当前伊菲丹品牌需要攻克的重点。

4.2、大水滴：平价功能性护肤，精准针对熬夜痘肌

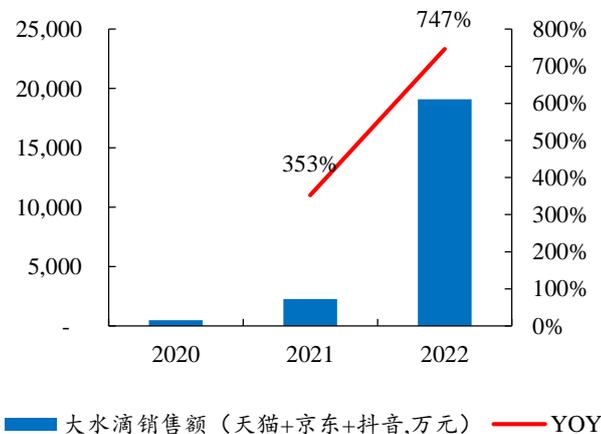
品牌升级见效，大单品策略获成功。“大水滴”前身为台湾薇风，2021年品牌全面升级，定位平价功能性护肤，针对熬夜肌肤、聚焦生物节律系列开发了一系列产品，现已围绕不同熬夜肌肤问题打造“22点基础护理”、“0点密集护理”及“3点紧急护理”的产品矩阵，并成功通过点涂祛痘精华切入细分市场。根据新锐品牌研学社数据，2021年大水滴GMV2000万元，2022年GMV近3亿元（同比+1400%），其中3点祛痘精华销量达2.1亿元，全网累计销售超300万瓶；此外大水滴还在2022年99划算节中斩获天猫祛痘精华四榜（好评榜+热销榜+加购榜+热卖榜）TOP1。大水滴以成为长效品牌为目标，2024年有望进军10亿元规模品牌。

图54：继大单品祛痘精华后，大水滴推出舒缓精华打造CP组合



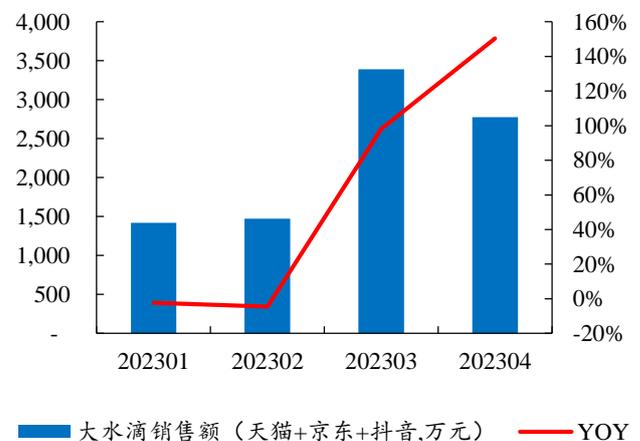
资料来源：大水滴天猫旗舰店

图55：大水滴连续两年保持线上渠道GMV高增长



数据来源：久谦、开源证券研究所

图56：2023年3月开始，大水滴线上GMV进一步放量



数据来源：久谦、开源证券研究所

4.3、御泥坊：加大研发投入，产品全线翻新

泥膜起家的初代淘品牌，受淘宝流量转移影响增长受限。御泥坊品牌创办于2006年，随后依靠淘宝电商分销大获成功，最早享受线下购物向线上转移的渠道红利。2014年阿里于美国上市后海淘兴起，淘宝流量逐渐向国际大牌倾斜，2016年开始双十一天猫美妆 Top10 榜单不再有初代淘品牌。为应对流量转移，御泥坊积极增加产品品类，推出成系列的水乳膏霜以增加营收。

御泥坊品牌全面升级，打造盛唐形象。主品牌御泥坊进行品牌升级，注入“利用现代科技重现盛唐文化与技艺”理念，公司从产品设计、店铺运营、对外宣传都贯穿这一理念。产品包装全面升级，注入盛唐气息，按照古法工艺推出九法泥浆面膜、八繁九制霜、云想衣裳花想容御套等产品；快手、抖音、淘宝等自营直播间，以古装导购示人；打造唐风字体，运用产品包装、品宣上；联合《国家宝藏》，推出唐代是如何化妆系列节目；举行华唐志计划，宣传唐朝文化；拍摄短视频，实现产品与唐朝文化的绑定。

图57：御泥坊注入盛唐文化实现品牌升级



资料来源：MINEFM 公众号、抖音 APP、水羊股份招聘公众号、开源证券研究所

以功效为切入，产品全面焕新升级。功效时代来临，公司作为多个品牌的运营者，感知到产品力对于品牌塑造的重要性。随后与中国工程陈坚院士联手，以科技赋能重酿发酵法，并于2021年推出新品微800玻尿酸次抛精华，微800系列新品销售额累计已过亿。产品方面，针对东方女性五大肌肤问题，构建全新“春江花月夜”产品体系；渠道方面，公司积极布局抖音和线下渠道，减少对单一渠道的依赖性从而减轻特定渠道流量下滑对品牌影响。

图58：增加非面膜品类占比，丰富产品矩阵



资料来源：新电商公众号

图59：拓展抖音渠道，氨基酸泥膜升级至第8代



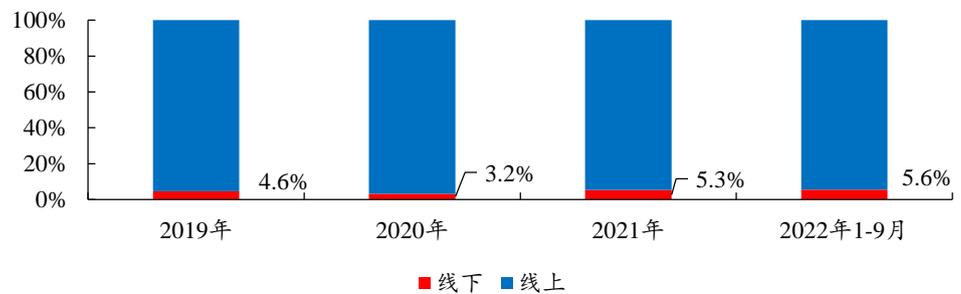
资料来源：化妆品报公众号、御泥坊公众号

5、水羊股份：运营高效产研求变，K型分化有望优先受益

5.1、优势一：多品牌全渠道运营，跨品牌能力助力自有品牌成长

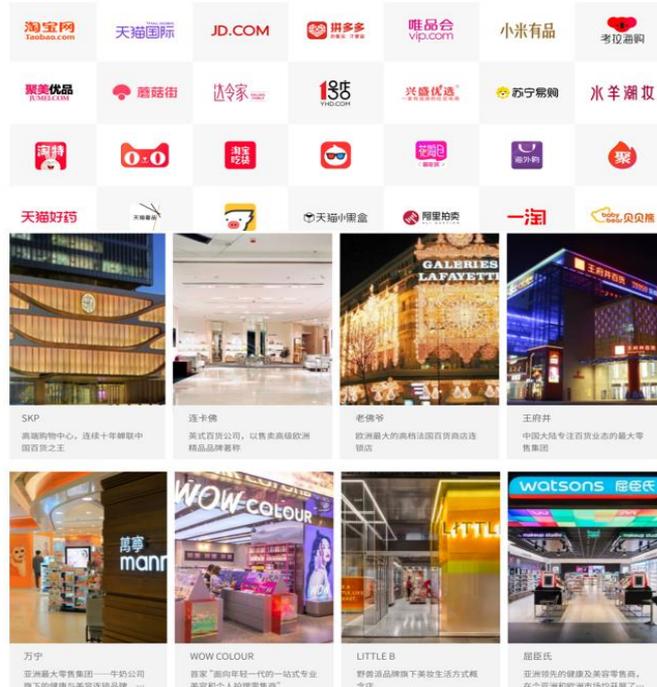
多品牌、全渠道，公司已在采购、运营等方面形成较强规模优势。品牌端，公司现已拥有8个自有品牌，30+代理合作品牌，品牌间在平台运营、营销打法方面具备协同性及可复制性。渠道端，线上主要通过天猫、淘宝、抖音、京东、唯品会、拼多多、快手等互联网电商平台对外销售，同时公司积极开发“水羊潮妆”小程序、“水羊直供”APP，旨在搭建直营平台以整合旗下多品牌资源；线下覆盖百货、超市、CS店等零售终端渠道，构建完备的销售网络。规模优势方面，（1）与供应商、经销商、平台间达成长期稳定合作，持续降低采购及销售成本；（2）公司深耕多品牌运营近十年，能够更准确地把握市场机会、及时应对市场波动，迅速响应消费者需求变化，整体宣传推广、市场开拓能力更强。

图60：公司线下渠道销售占比稳步提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图61：线上渠道全覆盖，线下则构建百货、CS、SPA院线一体的销售网络



资料来源：水羊国际官网

自有品牌持续孵化潜力已现，跨品牌组织能力加持助力品牌矩阵完善。公司具备强电商运营基因和自营品牌经验，依托水羊国际平台在资本、品牌与产品多维度赋能海外品牌，较强的代运营能力助力自身承接更多国际品牌代理业务。目前长期代运营超过 30 个海外品牌，涉及不同细分市场、细分品类以及价格。多品牌、多品类、全渠道的业务模式具备较强协同优势，各品牌持续孵化中，在产品、市场、销售、渠道等方面均有亮眼表现，彰显公司较强的跨品牌组织运营能力。**自有品牌方面**，公司自主品牌御泥坊 2019 年收入规模已近 10 亿元，大水滴品牌 2022 年 GMV 增速 1400%，其它新锐品牌如小迷糊、御、花瑶花、VAA、HPH 等虽处于发展初期但不乏亮眼表现，如 VAA 品牌卸妆膏 2022 年进入抖音卸妆产品年度金榜 TOP3，彰显公司较强品牌自我孵化能力，同时公司收购法国高奢品牌伊菲丹以及法国敏感肌院线品牌 PA 率先布局全球，进一步丰富品牌矩阵。公司有望将在代理业务方面积累的跨品牌组织运营能力嫁接到多梯次自有品牌建设中，助力更多自有品牌成为业绩增长的“发动机”。

5.2、优势二：智慧工厂+产学研联动，赋能产品革新

智慧工厂正式落地，助力研发升级。水羊智能制造产业园持续投资约 14 亿元，总占地面积 160 亩，总建筑面积 18 万平方米，是集研发、设计、生产、物流、办公、文娱等于一体的智慧生态园区。制造产业园于 2023 年 4 月 14 日正式开园，致力为用户提供数字化生产、个性化定制美妆解决方案。

图62：智慧工厂落地助力公司研发升级



资料来源：CBO focus 公众号

“产学研”联动，国内外研发团队齐布局。公司已同江南大学、中国农业科学院麻类研究所、苏州大学、中南大学、湘雅二医院等机构开展深度合作，聘请了合成生物学领域的领军人物、中国工程院院士陈坚为首席科学家，推动集团在合成生物领域的重点布局。同时公司通过投资与控股子公司，拓展国际化先进制造与高端研发。PierAuge 旗下拥有一家法国工厂，伊菲丹拥有国际化的博士研发团队。

表10：院校合作助力公司产品研发

合作院校	项目名称	项目内容	进程	成果
江南大学	发酵法生物面膜及功能性基质的开发项目	旨在研发细菌纤维素的相关技术及其在化妆品中的应用	完成了实验室小试，待中试	共计申请 4 项专利
江南大学	发酵四氢嘧啶的重组	致力于构建能高效合成四氢嘧啶的工程杆菌和	推进到摇瓶发酵工	申请 1 项国家

合作院校	项目名称	项目内容	进程	成果
	菌的构建项目	开发相应微生物发酵工艺,实现四氢嘧啶这一优质化妆品新原料的低成本、规模化工业生产	工艺优化及验证阶段	发明专利
江南大学	酶切小分子透明质酸项目	-	试验阶段的工艺开发及验证,已经推进到自建生产工厂的建设	-
中国农业科学院麻类研究所	实施灵芝酵素新原料中试开发项目	进行中试放大实验,完成对该原料的抗衰老和美白等化妆品功能进行指标检测,对发酵工艺进行优化,以保证工业生产稳定性	已经完成全部研发工作	3项国家发明专利 2篇SCI文章

资料来源:公司公告、开源证券研究所

已掌握多项核心技术,研发成果落实到产品。公司现已申请超 300 项国家专利,且授权率行业领先,是行业平均授权率的 3 倍;并掌握 10 种独有原料研发技术,主要有灵芝发酵液制备及化妆品应用技术、伊利水云母矿物提纯技术、重组水蛭透明质酸酶的发酵生产技术、化妆品生产工艺的计算流体力学(CFD)应用技术、皂氨洁面技术等,其中超小分子量透明质酸原料 Anti-Time 400 HA、super-800 HA 已应用于御泥坊次抛精华中。

图63: 公司发布小分子量玻尿酸原料 Anti-time 400HA



资料来源:水羊股份公众号

图64: 公司现已掌握多项国家专利



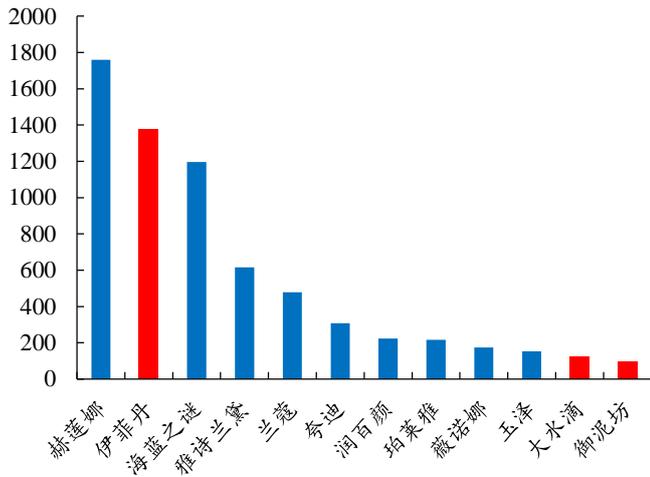
资料来源:水羊股份公众号

5.3、优势三: 消费 K 型分化, 两大新晋品牌优先受益

公司品牌定位清晰, 分布于高低两头价位段。2022 年伊菲丹/大水滴/御泥坊天猫旗舰店单件产品价格分别为 1376/122/96 元, 与其他品牌相比均价处于高端和低端两个价位段, 符合消费 K 型分化趋势, 避开中间价位段对价格更为敏感的中产消费群体, 同时以平价、强功效的产品承接部分消费降级客户的需求。

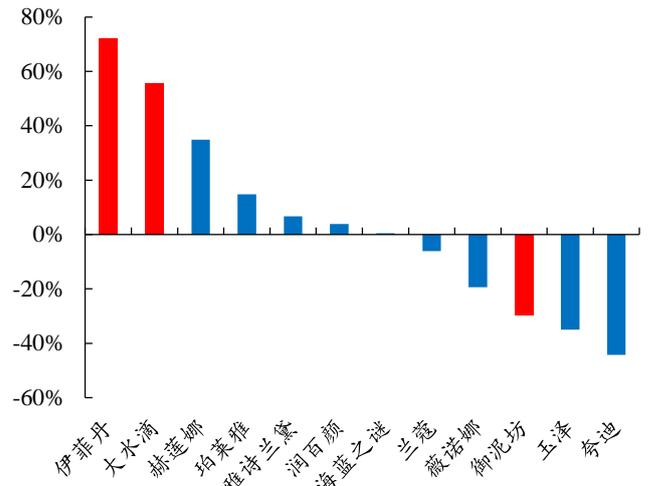
两大新晋品牌开年销售喜人。2023 年 1-4 月, 伊菲丹/大水滴/御泥坊天猫+京东+抖音合计销售额同比分别增长 72/56/-30%, 伊菲丹及大水滴的销售表现好于竞品。御泥坊仍处于品牌升级优化期, 且御泥坊渠道分布广泛, 分销网络庞大, 自营店铺统计不全, 线下 CS 等渠道处于复苏中。

图65：2022年公司自有品牌均价分布于两端（单位：元）



数据来源：久谦、开源证券研究所（产品均价取自天猫数据）

图66：2023年1-4月公司自有品牌同比增速相对较好



数据来源：久谦、开源证券研究所（数据为2023年1-4月天猫+京东+抖音各品牌销售总额同比增速）

5.4、优势四：孵化优秀代理品牌，且有望转化为自有品牌

向上丰富产品矩阵，向外开拓国际业务。2022年公司完成对EDB的收购，并在此之前投资Pier Augé并收购其中国业务。Pier Augé为法国敏感肌院线品牌，深耕精致宝妈以及资深中产圈，双11期间品牌单品融雪面膜取得淘系进口涂抹面膜品类排名TOP1。收购前EDB、Pier Augé都为公司代理品牌，透过与国际品牌的代理合作，接触各类品牌及其时尚资源和管理层，代理孵化其中国业务的同时寻找潜在优质收购标的，实现代理业务和自有品牌的双向赋能。收购海外高端品牌的同时也加强了海外研发及供应链能力、以及海外高端渠道的拓展能力。

图67：伊菲丹礼盒畅销英国哈罗德百货



资料来源：伊菲丹公众号

图68：Pier Augé中国首场品牌发布会于湖南长沙开启



资料来源：水羊股份公众号

6、盈利预测与估值

6.1、盈利预测

- **收入假设：自有品牌端**，发展重心有所转移，尽管小迷糊、御泥坊品牌仍处于优化升级期，两大新晋品牌伊菲丹、大水滴有望保持高速增长，伊菲丹品牌因其高奢定位利润率水平更优，同时大水滴品牌已于2022年四季度利润转正。随着品类的调整，我们预计水乳膏霜营收增速将快于面膜，面膜方面贴式面膜竞争激烈，而伊菲丹明星单品非贴式面膜具备较大的增长潜力，预计将带动面膜整体营收增长。我们预计水乳膏霜 2023/2024/2025 年营收增速分别为 19%/18%/17%，面膜 2023/2024/2025 年营收增速分别为 11%/11%/10%。**代理业务端**，预计大客户强生仍将贡献稳定收入，海外小众代理业务持续放量。我们预期品牌管理服务 2023/2024/2025 年营收增速分别为 12%/11%/10%。预计 2023-2025 年公司整体营业收入同比增长 17.0%/16.3%/15.4%。
- **毛利率假设**：高端品牌伊菲丹快速放量，叠加品牌管理服务增长，公司毛利率有望维持在相对高位，预计 2023-2025 年整体毛利率分别为 53.2%/53.0%/52.9%。
- **费用假设**：收入增长叠加精细化运营管理，公司销售及管理费用率有望得到进一步优化；预计管理费用率将由于收入规模效应缓慢下滑；2022 年公司研发人员及研发投入高速增长，2022 年底公司为保持组织活力及长远发展做出少量人员优化，预计 2023 年研发费用率将有所下降，随后维持相对稳定。

表11：公司营收拆分及费率预测（单位：万元）

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	501,012	472,239	552,647	642,659	741,448
YOY	34.9%	-5.7%	17.0%	16.3%	15.4%
毛利率（%）	52.1%	53.1%	53.2%	53.0%	52.9%
水乳膏霜	323,853	351,222	417,954	493,186	577,028
YOY	69.3%	8.5%	19.0%	18.0%	17.0%
毛利率（%）	42.7%	48.8%	49.0%	49.0%	49.0%
面膜	142,141	90,515	100,472	111,524	122,676
YOY	-7.9%	-36.3%	11.0%	11.0%	10.0%
毛利率（%）	63.8%	57.9%	58.0%	58.0%	58.0%
品牌管理服务	33,004	27,404	30,693	34,069	37,476
YOY	32.0%	-17.0%	12.0%	11.0%	10.0%
毛利率（%）	92.0%	86.9%	90.0%	90.0%	90.0%
其他业务	2,015	3,097	3,528	3,880	4,268
YOY	115.1%	53.7%	13.9%	10.0%	10.0%
销售费用	202,923	203,284	224,374	257,064	293,613
%	40.5%	43.0%	40.6%	40.0%	39.6%
管理费用	19,336	19,389	21,553	24,742	28,175
%	3.9%	4.1%	3.9%	3.9%	3.8%
研发费用	6,597	8,883	8,290	9,640	11,122
%	1.3%	1.9%	1.5%	1.5%	1.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

6.2、估值

公司是“自有+代理”双轮驱动的领先美妆集团，代理品牌稳健增长基础上，自有品牌方面伊菲丹、大水滴有望延续高增，御泥坊等传统品牌升级优化即将进入收获期。此外，我们认为疫后消费 K 型复苏背景下公司更加受益，2023 年有望迎来经营拐点。长期看，公司渠道营销、智造研发、独创代理模式构筑自身壁垒，有望保持综合竞争力。

投资建议：我们预计 2023-2025 年公司营业收入为 55.26/64.27/74.14 亿元，预计公司 2023-2025 年归母净利润为 2.54/3.18/3.93 亿元，对应 EPS 为 0.65/0.82/1.01 元，当前股价对应 PE 为 22.6/18.1/14.6 倍。由于公司主要业务为化妆品生产销售和电商代运营业务，因此我们选取化妆品生产销售企业珀莱雅、贝泰妮、华熙生物、上海家化作为可比公司，以及电商代运营相关行业公司壹网壹创、丽人丽妆、若羽臣作为可比公司，2023 年可比公司平均估值水平为 PE 34.6 倍，高于水羊股份 2023 年估值水平，我们认为公司估值具备性价比。

首次覆盖，给予“买入”评级。

表12：相较于可比公司，公司当前估值处于行业低位

代码	公司名称	收盘价	EPS			PE			评级
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
603605.SH	珀莱雅	107.22	2.67	3.42	4.38	40.1	31.3	24.5	买入
300957.SZ	贝泰妮	87.22	3.21	4.13	5.39	27.2	21.1	16.2	买入
688363.SH	华熙生物	91.08	2.59	3.32	4.11	35.2	27.4	22.2	买入
600315.SH	上海家化	28.39	1.13	1.34	1.55	25.1	21.1	18.3	未评级
300792.SZ	壹网壹创	27.03	1.10	1.30	1.49	24.5	20.8	18.1	未评级
605136.SH	丽人丽妆	11.31	0.62	0.74	0.92	18.3	15.3	12.3	未评级
003010.SZ	若羽臣	21.49	0.30	0.47	0.63	72.0	45.8	34.1	未评级
可比公司平均						34.6	26.1	20.8	
300740.SZ	水羊股份	14.74	0.65	0.82	1.01	22.6	18.1	14.6	买入

资料来源：Wind、开源证券研究所（注：收盘价日期为 2023/07/07，珀莱雅、贝泰妮、华熙生物采用开源证券预测值，其他可比公司均采用 Wind 一致预测数据）

7、风险提示

- (1) 公司代理品牌解约风险；
- (2) 自有品牌推广不及预期；
- (3) 渠道拓展及运营不及预期；
- (4) 智慧工厂落地不及预期等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1680	1870	1794	2043	2342
现金	440	346	405	471	543
应收票据及应收账款	280	325	0	0	0
其他应收款	40	44	55	61	73
预付账款	120	76	154	113	195
存货	728	899	1000	1217	1351
其他流动资产	71	180	180	180	180
非流动资产	1065	1779	1876	1994	2119
长期投资	6	20	35	49	63
固定资产	106	625	704	774	841
无形资产	70	256	299	351	400
其他非流动资产	884	878	839	820	814
资产总计	2745	3649	3670	4036	4461
流动负债	1008	1441	1329	1470	1600
短期借款	523	708	936	1038	1146
应付票据及应付账款	206	361	0	0	0
其他流动负债	279	371	393	432	454
非流动负债	144	470	390	311	230
长期借款	129	442	363	284	203
其他非流动负债	15	27	27	27	27
负债合计	1152	1910	1720	1781	1830
少数股东权益	-6	-6	-9	-12	-17
股本	412	389	389	389	389
资本公积	669	496	496	496	496
留存收益	772	897	1128	1412	1753
归属母公司股东权益	1599	1744	1959	2267	2648
负债和股东权益	2745	3649	3670	4036	4461

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	199	18	185	324	345
净利润	235	123	251	314	388
折旧摊销	20	37	62	66	77
财务费用	36	38	86	90	89
投资损失	-12	3	0	0	0
营运资金变动	-184	-175	-206	-138	-199
其他经营现金流	104	-9	-7	-9	-9
投资活动现金流	-493	-646	-159	-184	-202
资本支出	550	293	144	169	188
长期投资	46	-48	-14	-14	-14
其他投资现金流	12	-305	-0	-0	-0
筹资活动现金流	355	528	-195	-176	-179
短期借款	263	185	228	102	108
长期借款	129	313	-79	-79	-81
普通股增加	0	-22	0	0	0
资本公积增加	35	-173	0	0	0
其他筹资现金流	-73	225	-344	-199	-207
现金净增加额	55	-91	-169	-36	-36

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	5010	4722	5526	6427	7414
营业成本	2402	2214	2584	3018	3496
营业税金及附加	20	24	28	32	37
营业费用	2029	2033	2244	2571	2936
管理费用	193	194	216	247	282
研发费用	66	89	83	96	111
财务费用	36	38	86	90	89
资产减值损失	-7	-16	-21	-17	-21
其他收益	14	16	10	10	11
公允价值变动收益	0	25	0	0	0
投资净收益	12	-3	-0	-0	-0
资产处置收益	-0	0	-0	-0	-0
营业利润	279	146	325	408	504
营业外收入	2	0	2	1	1
营业外支出	0	2	1	1	1
利润总额	280	144	325	408	504
所得税	45	21	75	94	116
净利润	235	123	251	314	388
少数股东损益	-1	-2	-3	-3	-5
归属母公司净利润	236	125	254	318	393
EBITDA	327	243	440	532	641
EPS(元)	0.61	0.32	0.65	0.82	1.01

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	34.9	-5.7	17.0	16.3	15.4
营业利润(%)	74.9	-47.7	122.6	25.8	23.5
归属于母公司净利润(%)	68.5	-47.2	103.2	25.3	23.7
获利能力					
毛利率(%)	52.1	53.1	53.2	53.0	52.9
净利率(%)	4.7	2.6	4.6	4.9	5.3
ROE(%)	14.8	7.1	12.8	13.9	14.8
ROIC(%)	11.4	5.9	8.7	9.7	10.6
偿债能力					
资产负债率(%)	41.9	52.4	46.9	44.1	41.0
净负债比率(%)	14.0	51.1	50.6	41.9	34.4
流动比率	1.7	1.3	1.3	1.4	1.5
速动比率	0.8	0.6	0.4	0.4	0.4
营运能力					
总资产周转率	2.0	1.5	1.5	1.7	1.7
应收账款周转率	20.2	15.6	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	12.7	9.5	15.7	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.32	0.65	0.82	1.01
每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.05	0.48	0.83	0.89
每股净资产(最新摊薄)	4.11	4.48	5.03	5.82	6.80
估值比率					
P/E	24.3	46.0	22.6	18.1	14.6
P/B	3.6	3.3	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA	18.1	26.8	15.0	12.3	10.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn