

## 23H1 降本增效带来盈利能力改善显著， 股权激励计划彰显管理层发展信心

### 核心观点：

#### ● 事件

2023年半年度公司实现营业收入22.90亿元，同比增长4.00%；实现归属母公司净利润1.42亿元，同比增长72.02%；实现归属母公司扣非净利润1.47亿元，同比增长101.82%。经营现金流量净额为0.82亿元，同比增长215.79%。

#### ● 水乳霜膏品类增量突出，抖音平台营收增速亮眼，自营比重上升

报告期内营业收入恢复提升，净利润大幅增长，主要原因是公司多层次品牌矩阵进一步完善，产品结构持续优化。按产品拆分，水乳霜膏品类营收占比进一步上升，达到74.94%，是现有披露口径下唯一增长的产品品类，为公司营收的核心组成以及当期营收增量的主要来源。品牌持续深耕熬夜心智，关注呵护熬夜肌肤，报告期内，在抖音、小红书等平台发起“晚安熬夜人”活动，上线后全网突破2亿+曝光，盈利能力持续提升；联合用户说平台上线全国首份《年轻肌精简护理白皮书》，深入研究了年轻肌目标群体的肌肤护理需求，并提出精简护肤是维持年轻肌状态的有效关键方式；大单品洁颜蜜获抖音洁面产品热卖金榜TOP5，小轻罐卸妆膏达成2023年上半年抖音卸妆品类TOP3，收获用户高度口碑认可。代理品牌方面，公司与强生的合作逐步进入良性发展轨道，城野医生、露得清、李施德林、KIKO等品牌发展向好，均于618期间，在天猫平台成为TOP单品。公司还完成了对法国敏感肌院线品牌PierAugé的投资，品牌深耕精致宝妈以及资深中产圈，通过精准KOL、KOC合作以及SKP、IFS等高端百货布局，敏感肌修护心智得到进一步传递。面膜则由于国内目前技术难度较低，市场较为成熟，产品竞争激烈，营收规模负增长。大单品培育上，持续建设有梯队、有主次的大单品体系，御泥坊全新第八代氨基酸泥膜于4月正式上市，超头达人张凯毅视频上线24小时，销量超百万。报告期内，公司致力于打造超级面膜、抗光老精华防晒、胶原精粹水及超级CP多个核心产品，保持渠道稳定发展及研发方面的大力投入，为消费者打造更好的产品体验。

销售模式拆分来看，2023年上半年自营模式为公司主要销售渠道，其一为线上电子商务渠道，包括公司自有平台及天猫、淘宝、抖音等平台的自营商店；其二为线下销售渠道，即公司直营店。自营模式的营收占比高达68.44%，私域运营持续发力。

在销售渠道上，公司与天猫、淘宝、抖音、京东、唯品会、快手、拼多多等主流电商平台建立了深度合作关系。同时，产品在SKP、丝芙兰、银泰百货、屈臣氏、万宁等线下渠道上架销售，实现线上线下渠道全覆盖。按渠道拆分，2023年上半年主营增长的渠道来源于自有平台，公司于报告期内持续进行私域流量运营，公司独立开放平台“水羊国际”通过在中国市场的全域服务能力以及深度孵化品牌溢价的能力，持续为海外进入中国市场的美妆品牌提供资本。

## 水羊股份(300740.SZ)

推荐 维持评级

### 分析师

甄唯莹

✉: zhenweixuan.yj@chinastock.com.cn

☎: (8610) 80927651

分析师登记编码: S0130520050002

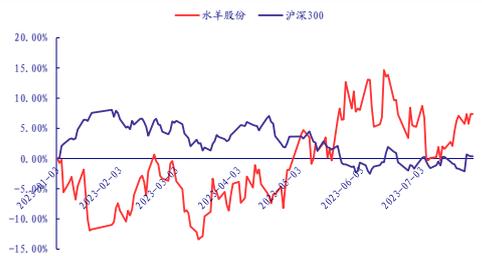
### 市场数据

2023.07.28

A股收盘价(元)	15.81
A股一年内最高价(元)	19.89
A股一年内最低价(元)	10.85
沪深300	3902.35
市盈率	40.10
总股本(万股)	38946.48
实际流通A股(万股)	35662.72
限售的流通A股(万股)	3283.76
流通A股市值(亿元)	56.38

### 行业数据时间

2023.07.28



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 相关研究

【银河消费品零售】水羊股份2022年年报暨23年一季报点评-短期经营调整业绩承压，期待多元化自主品牌矩阵驱动长期规模发展-20230428

【银河消费品零售】水羊股份2022H1点评-借收购不断探索品牌升级逻辑，未来多品牌矩阵表现值得期待-20220814

【银河消费品零售】公司深度报告-水羊股份-御电商经营之道，自有+代理双业务驱动长期发展-20221219

品牌、产品等多维度的赋能，并在市场、销售、渠道等维度提供一揽子解决方案，帮助中国消费者享受世界各地多元文化背景的高品质产品与服务；通过自有小程序“水羊潮妆”，增加获客能力，增加会员用户管理，为会员提供更全面、更个性化的系统服务；另一方面，拓展分销渠道“水羊直供”，发力 ToB 业务。第三方平台营收下滑 0.29 亿元，其中淘系平台下滑 1.09 亿元，目前行业内渠道间出现结构性变化。随着流量价格逐渐走高，公司及时布局新型电商渠道，对单一渠道依赖度逐渐下降。报告期内抖音平台营收亮眼，同比增速高达 137.43%，公司注重品牌和产品的市场营销工作，通过多种手段加强品牌宣传和推广，主要包括新媒体营销、电商平台推广、达人种草等，旗下品牌“EDB”、“大水滴”、“小迷糊”等多个品牌与抖音建立了深度合作关系，平台持续放大闭环规模，小众、高奢美妆在抖音渠道上半年同比 1000% 增长，多个单品进入洁面产品、卸妆品类热卖金榜。

**按季度拆分**，公司第一季度处于相对淡季，第二季度营收环比改善。2023Q1 初期仍存在冲击较大的因素，后续逐步好转，国内逐渐实现复工复产，消费者消费意愿得到提振，公司营收 10.46 亿元，与 22Q1 基本持平；在一系列促消费政策作用下，第二季度公司实现营业收入 12.43 亿元，同比增长 7.58%，营收增量占比高达 99.38%。结合公司营收的历史季节性变化数据来看，一季度为传统淡季（全年营收占比约 16-17%），后续二三季度需求提升（营收占比在 25% 上下），四季度结合线上大促表现为最旺季（营收占比超过 30%，接近 40%）。今年的变化走势基本符合公司经营的历史趋势。此外，随着宏观经济逐渐修复，人民生活恢复正常化，2023 年以来化妆品行业整体回暖。2023 年上半年，社会消费品零售总额中，化妆品零售总额同比增长 8.6%。从中长期来看，中国化妆品人均消费额仍然有较大提升空间，化妆品行业健康度良好，仍有较大增长潜力。随着中国消费市场不断发展壮大，中国经济整体增速将平稳上升，中国化妆品市场的规模也随之增长，美妆消费年轻化以及人均化妆品消费额的提升将共同助力行业规模稳步扩大。

表 1：2023 年半年度营业收入情况

营收情况	营业收入 (亿元)	营收增量 (亿元)	营收增速	营收占比	营收增量占比
<b>总营业收入（日化行业）</b>	22.90	0.88	4.00%	100.00%	100.00%
<b>主营业务收入</b>	22.65	0.67	3.04%	98.94%	75.77%
其他	0.25	0.20	357.16%	1.11%	22.47%
<b>按产类划分</b>					
水乳膏霜	17.16	0.74	4.53%	74.94%	84.28%
面膜	4.54	-0.02	-0.51%	19.85%	-2.65%
品牌管理服务	0.94	-0.04	-3.70%	4.11%	-4.10%
<b>按渠道划分</b>					
自有平台（自营）	1.86	0.40	27.12%	8.13%	45.08%
第三方平台（自营、经销、代销）	18.29	-0.29	-1.55%	79.89%	-32.75%
淘系（自营、经销、代销）	7.57	-1.09	-12.62%	33.06%	-124.03%
抖音（自营）	4.97	2.87	137.43%	21.69%	326.10%
<b>按销售模式划分</b>					
自营	15.67	1.63	11.63%	68.44%	185.16%
代销	1.42	-0.73	-33.78%	6.22%	-82.40%
经销	4.62	-0.20	-4.18%	20.17%	-22.88%
其他	1.18	0.18	17.63%	5.17%	20.13%
<b>按地区划分</b>					
境内	15.79	0.10	0.66%	68.96%	11.75%
境外	7.11	0.78	12.29%	31.04%	88.25%

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

**按季度划分**

第一季度	10.46	0.01	0.05%	45.69%	0.62%
第二季度	12.43	0.88	7.58%	54.31%	99.38%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

**表 2：2023 年半年度公司利润情况**

利润情况	现值	增量	增速
归母净利润（亿元）	1.42	0.60	72.02%
扣非归母净利润（亿元）	1.47	0.74	101.82%
非经常性损益（万元）	-502.87	-1476.49	
投资收益（万元）	-1268.82	-1268.82	
政府补助（万元）	558.83	-730.48	
所得税影响额（万元）	-192.66	-496.64	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

**● 2023 年半年度综合毛利率提升 1.92pct，期间费用率降低 1.83pct**

2023 年上半年公司**综合毛利率**提升 1.92 个百分点，实现毛利率的改善，公司产品结构持续优化，主要系面膜品类实现控本增效，营业收入仅比上年同期减少 0.51%，但营收成本大幅减少 15.34%，毛利率同比增加 5.46%，带动整体毛利率上升；同时水乳膏霜品类在营收上升 4.53% 的同时，营业成本仅上升 1.61%。但考虑到公司现有水乳膏霜为主要营收来源，营收占比为 79.06%（远高于面膜类产品营收比重 20.94%），由此该品类毛利率水平的加速抬升被结构性变动平滑，整体毛利率平稳提升。

2023 年上半年公司**销售净利率**上涨 2.67 个百分点，在毛利率提升的同时主要考虑为期间费用率降低 1.83 个百分点，公司成本费用管控效果显著。其中，**销售费用**内部结构构成变化明显，主要原因系受疫情影响，公司增加对线上渠道投入，减少对线下销售人员、线下推广的投入，互联网电商平台重要性日益增加；其中平台推广费、跨境综合报关费、差旅费分别增长 1334 万元、530 万元和 418 万元，但同时职工薪酬下降 1955 万元、线下推广服务费下降 889 万元、包装费下降 359 万元，上述项目综合导致公司整体销售费用使用效率提升，费用规模有效收窄。**管理费用**同比大幅增加 1626 万元，主要由于折旧与摊销、咨询服务费、职工薪酬分别增加 805 万元、470 万元、192 万元；此外需要关注到公司拟定发布 2023 年股权激励计划，其中涉及 2023-2025 年管理费用中摊销费用的变化，三年合计涉及成本约 2602 万元，其中以 2024 年计划摊销 1517 万元规模营销较大。公司持续加大研发投入，**研发费用**投入较去年小幅增长 292 万元，其中员工薪酬增长 331 万元，但直接研发投入减少 159 万元，报告期内，公司共申请专利 21 项、获得授权 32 项，其中包括 6 项发明专利，已接收 SCI 文章 1 篇，发表论文 3 篇。**财务费用**增加 475 万元，主要系本期利息费用增加所致，利息费用和汇兑损失分别增加 1361 万元、减少 409 万元。

**表 3：2023 年半年度公司毛利率情况**

毛利率情况	现值	增量 (bps)
<b>销售毛利率</b>	56.92%	1.92
<b>按产品划分</b>		
面膜	68.82%	5.46
水乳膏霜	51.62%	1.39
<b>销售净利率</b>	6.40%	2.67

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 4: 2023 年半年度公司费用情况

费用	现期值 (万元)	增量 (万元)	现期比率	比率增量 (bps)
期间费用	110639.71	226.98	48.32%	-1.83
销售费用	92690.09	-2165.68	40.48%	-2.60
管理费用	11498.98	1625.93	5.02%	0.54
财务费用	1858.13	474.71	0.81%	0.18
研发费用	4592.52	292.02	2.01%	0.05

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

### ● 自主品牌矩阵持续优化, 双平台生态战略引领行业共同发展

公司秉承“让人类享受肌肤之美”的企业使命, 致力于成为全球十大美妆企业, 多年来公司已形成以自有品牌为核心, 推动“自有品牌与代理品牌双业务驱动”的发展战略。报告期内自有品牌升级持续推进且初显成效, 品牌矩阵进一步完善, 代理业务持续健康发展。自有品牌方面, 公司通过完善组织体系和构建消费者可感知且有竞争力的品牌体系, 沉淀品牌资产, 打造多层次品牌矩阵, 目前自有品牌板块已经形成了 2+2+n 的矩阵结构, 其中包括第一梯队品牌“御泥坊”、“EDB”, 第二梯队品牌“小迷糊”、“大水滴”, 以及“VAA”、“小轻罐”、“御”等其他新锐品牌, 产品品类覆盖面膜、水乳膏霜、彩妆、清洁洗护等, 整体盈利能力持续改善。代理品牌方面, 公司持续发挥“水羊国际”平台作用及团队品牌服务和管理能力, 面向全球多市场积极开拓与优秀品牌的合作, 帮助海外有特点的品牌在中国全渠道做赋能和承接, 聚焦资源、聚焦质量, 致力成为全球美妆最佳 CP (中国合作伙伴 China Partner)。目前代理板块已经形成 1+5+n 的层次结构, 其中 1 个大集团为强生, 公司与强生的合作步入良性发展轨道, 业绩稳步增长; 5 个大品类分别为护肤、彩妆、个护、香水、健康食品, 已经实现全品类的布局, 且每个品类都有多个代表性品牌。

公司致力于美妆行业的共同发展, 推动“内部平台生态化, 外部生态平台化”的双平台生态战略。“水羊生态联盟”秉承着为美而生、共通互赢、共创生态的理念, 致力于打造一个跨区域、跨领域、跨平台的美妆生态联盟, 共同推动行业发展, 并为联盟成员提供一个信息共享、联合创新、资源协同、投资赋能的平台。公司大力支持优秀品牌的发展, 开放自有平台提供资本、研发等资源扶持。报告期内, 针对“水羊联盟”成员, 多次举办行业峰会及内部沙龙, 联合进行技术创新应用, 共享供应链平台, 开放研发实验室及产品共创, 共享检测平台等, 并协同公司新媒体运营, IT 数字化系统等资源, 为成员全方面提供产业赋能支持。同时, 围绕公司内外部企业为核心, 致力于结合优质供应商、品牌合作方、投资企业、品牌服务商、研发机构为重要助力, 推动行业及优秀企业的共同发展, 合作共赢。报告期内, 公司召开第三届水羊科技创新峰会暨水羊生态联盟大会以“美妆生态, 科技强国”为主题, 邀请海外知名美妆品牌创始人亲临现场, 与来自全球各地的生态合作伙伴共同探讨美妆新生态, 共创科技赋能新价值。

### ● 研发投入赋能产品竞争力, 坚持研发与数字化双科技赋能战略

研发方面, 公司在基础前沿研究、国际研发实验室搭建、核心原料研究、配方技术创新、包材研发、研发人才引进与培养等领域持续投入, 全面推进研发赋能产品、产品赋能品牌战略。公司重视产品研发, 坚持技术创新, 持续完善研发体系, 建立创新化妆品研发模式, 打造中国最强化妆品研发团队, 以保证公司在前沿技术研究、成果转化、创新产品方面均有行业顶尖产出。目前公司拥有强大的科研团队, 现已形成由首席科学家为学术带头人的“大研发”专家梯队, 正在建立十个博士工作室, 已成立 4 个联合实验室以及十大品类研发中心, 拥有研发团队 300 余人。公司与江南大学、中国农业科学院麻类研究所、中南大学、湘雅二医院等机构开展持续且深入的合作, 通过多项产学研合作项目加强创新原料的开发及生产工艺创新, 保证持续输出有价值的研究成果, 掌握了多项独有技术和产品配方, 为消费者不断研发和迭代更好的产品。

在产品质量控制方面, 积极响应《化妆品监督管理条例》及各项配套文件的要求, 严格执行请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

基于全流程的多交叉产品闭环质量管理机制。供应商管理上，坚持严格准入，严谨管理，严格考核，优胜劣汰的原则，从源头保证产品质量；报告期内，持续补充一流检验机器设备，在公司原有信息化系统的基础上完善应用实验室信息管理 LIMS 系统，进一步巩固水羊质量信息化平台，同时持续开展水羊智能工厂质量管理体系建设，全面推动产品质量的提升，针对消费者痛点及需求制定真正符合国家标准、有效改善肌肤问题的产品。

数字化方面，报告期内，数字化团队聚焦市场、渠道，重点为多品牌多渠道业务场景下的协作效率提升提供支持。其中在市场板块，公司的多个电商系统获得国家软件著作权，通过达播、自播数字化项目，实现了业务流程在线化、数据共享化，不断积累的业务数据能为公司在研发、产品开发、市场策略等方面提供更深层的决策参考；在渠道板块，通过建立分销商五星客户服务体系在线化管理，实现了分销商精细化管理，提升经营管理质量。除此以外，公司积极探索 AI 智能化，目前已经运用 AI 辅助设计团队的内容创作、技术团队的代码开发，持续推进“数字赋能组织”的战略，在人力资源、价值观、行政、财务等各板块的管理已处于智能化阶段，并形成了智能人力资源管理、智能价值观、智能行政、智能财务等，极大的提高了公司业务开展、管理决策的效率及能力。

### ● 投资建议

公司主要从事化妆品的研发、生产与销售，产品品牌主要包括“御泥坊”、“EDB”、“小迷糊”、“大水滴”、“御”、“VAA”、“HPH”、“花瑶花”等，产品品类覆盖面膜、水乳膏霜、彩妆、个护清洁等化妆品领域。在销售渠道上，与天猫、淘宝、京东、唯品会、抖店、拼多多等主流电商平台建立了深度合作关系。同时，在屈臣氏、沃尔玛、家乐福、万宁、各大城市化妆品专营店及公司直营店等上架销售，实现线上线下渠道全覆盖。在业务板块拓展上，积极与海外国际品牌开展合作，通过为海外品牌提供中国市场的全套解决方案，开拓了海外品牌代理业务，运营的跨境品牌覆盖从轻奢到平价的美妆护肤全品类，包含城野医生、李施德林、KIKO 等，助力海外美妆品牌触达中国核心消费者。结合公司的股权激励计划业绩预期，我们给予公司 2023/2024/2025 年实现营收 57.05/66.22/75.77 亿元，净利润 2.98/4.07/5.25 亿元的预测，对应 EPS 为 0.76/1.05/1.35 元/股，对应 PS1.08/0.93/0.81 倍，对应 PE21/15/12 倍，维持“推荐评级”。

### ● 风险提示

供应链管理的风险；行业竞争激烈的风险；募投项目组织实施和效果不及预期的风险。

## 附：1. 盈利预测和估值对比

表 5: 盈利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (单位: 亿元)	5,010.12	4,722.39	5,704.67	6,621.63	7,576.65
增长率 (%)	34.86%	-5.74%	20.80%	16.07%	14.42%
归属母公司股东净利润 (单位: 亿元)	236.42	124.79	297.59	407.39	525.35
增长率 (%)	68.54%	-47.22%	138.48%	36.89%	28.96%
EPS (元/股)	0.62	0.32	0.76	1.05	1.35
销售毛利率	52.07%	53.12%	54.11%	54.75%	55.14%
净资产收益率 (ROE)	14.78%	7.15%	15.24%	18.20%	20.16%
市盈率 (P/B)	30	28	21	15	12
市净率 (P/B)	4.28	3.39	3.15	2.75	2.36
市销率 (P/S)	1.39	1.17	1.08	0.93	0.81

资料来源: 公司财务报表, 中国银河证券研究院整理及预测 (股价为 2023 年 7 月 27 日收盘价)

表 6: 可比公司最新估值情况

境内可比公司							
	贝泰妮	拉芳家化	完美股份	上海家化	珀莱雅	均值	中位数
PB	52	48	68	43	73	57	52
PB	9.78	1.70	4.90	2.89	16.49	7.15	4.90
PS	10.83	3.42	8.54	2.87	9.23	6.98	8.54
境外可比公司							
	雅诗兰黛	欧莱雅	宝洁公司	联合利华	资生堂	均值	中位数
PB	59	41	25	21	65	42	41
PB	14.92	7.57	8.04	6.31	4.09	8.19	7.57
PS	5.38	5.53	4.37	2.00	2.32	3.92	4.37

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1: 2017-2023H1 营业收入 (亿元) 及同比增长率



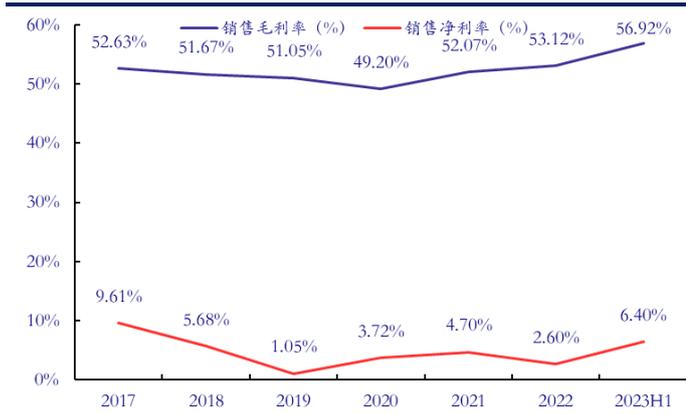
资料来源: 公司公告, 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 2: 2017-2023H1 年归母净利润 (亿元) 及同比增长率



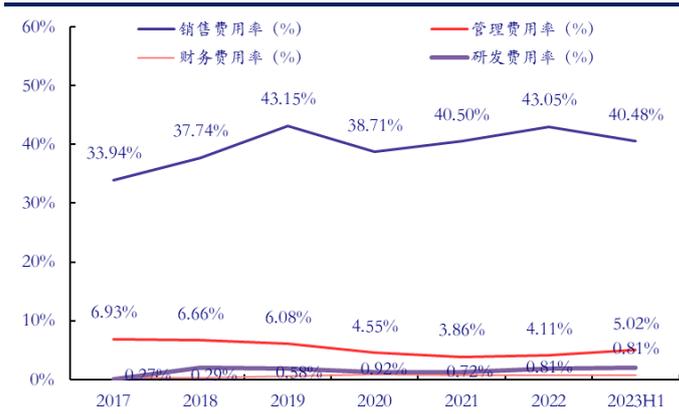
资料来源: 公司公告, 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 3：2017-2023H1 年毛利率和净利率变动情况



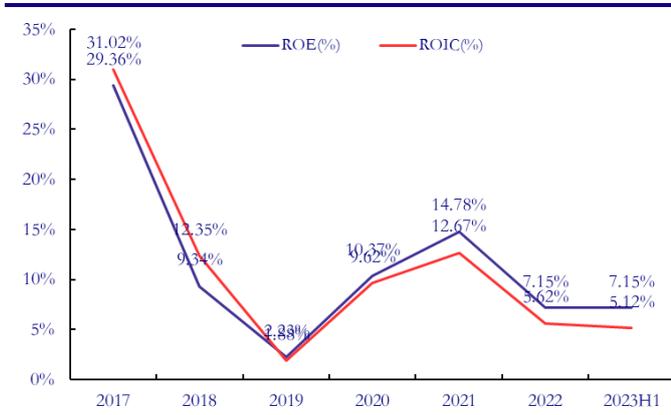
资料来源：公司公告，招股说明书，中国银河证券研究院整理

图 4：2017-2023H1 年期间费用率变动情况



资料来源：公司公告，招股说明书，中国银河证券研究院整理

图 5：2017-2023H1 年 ROE 及 ROIC 变动情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 3. 重大事项进展跟踪

表 7：水羊股份 2023Q1-2023H1 重大事项进展

事件类型	内容
资金投向	公司于 2023 年 4 月 26 日第三届董事会 2023 年第一次定期会议审议通过了《关于使用募集资金置换预先投入募投项目自筹资金的议案》，同意公司使用募集资金人民币 25,459.31 万元置换已预先投入募集资金投资项目的自筹资金。截至 2022 年 12 月 31 日，公司“研发与质量管理检测中心建设项目”累计投入募集资金 10,925.13 万元（包括累计收到的银行存款利息及理财收益），募投项目已按计划建设完成。公司遵守募集资金使用的有关规定，从项目实际情况出发，在不影响募集资金投资项目顺利实施完成的前提下，本着合理、节约、有效的原则，审慎使用募集资金。另外，公司使用闲置募集资金进行理财，产生了一定的收益，因此导致募集资金出现结余。公司已将募集资金账户结余募集资金合计 459.16 万元转入基本账户，永久补充流动资金，用于公司日常经营及业务发展。
回购股权	公司于 2021 年 8 月 16 日、2022 年 9 月 30 日召开了第二、三届董事会，拟对 2019 年股票期权与限制性股票激励计划首次授予的部分限制性股票进行回购注销。上述回购注销部分限制性股票事项已经于 2023 年 5 月 25 日公司召开的 2022 年年度股东大会审议通过，公司注册资本将减少 1,250,713 元，公司的总股本将减少 1,250,713 股。若本次限制性股票回购注销完成，公司注册资本将变更为 388,132,903 元，总股本将变更为 388,132,903 股（不考虑 2023 年 3 月 31 日后续 2019 年激励计划股票期权行权及 2021 年激励计划限制性股票的归属等情形导致的注册资本和总股本增加的情形）。

**股权激励**

激励计划的激励工具为限制性股票（第二类限制性股票），股票来源为水羊集团股份有限公司（以下简称“公司”）定向增发的A股普通股。本激励计划拟向激励对象授予限制性股票合计326.8875万股，占本激励计划草案公告时公司股本总额的0.84%。公司2019年股票期权与限制性股票激励计划、2021年限制性股票激励计划尚在实施，公司全部在有效期内的股权激励计划涉及的公司股票数量累计未超过本激励计划草案公告时公司股本总额的20.00%；本激励计划的激励对象通过全部在有效期内的股权激励计划获授的公司股票累计未超过本激励计划草案公告时公司股本总额的1.00%。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

## 4. 公司发展战略与经营计划情况跟踪

表 8：水羊股份 2021-2022 年年报中发展战略与经营计划情况跟踪

	2021 年对于 2022 年的规划	2022 年对于 2023 年的规划
<b>发展战略</b>	<p>近年来，中国美妆行业市场蓬勃发展，国产本土品牌崛起的同时，国际国内小众品牌百花齐放，行业竞争激烈。随着美妆行业监管政策的趋严以及渠道的分散化，美妆市场的竞争格局将进一步得到优化，公司认为行业健康度将迎来前所未有的状态。2021 年，在公司“四双”战略的指引下，公司抵御市场及行业波动风险的能力得到彰显，进一步验证了公司战略的前瞻性和确定性。因而，基于认同中国美妆市场崛起的判断以及实践证明的结果，公司将坚持发展“四双”战略即实施“研发赋能产品，数字赋能组织”的双科技赋能战略；搭建“以自有品牌为核心，以自有品牌与代理品牌双业务驱动”的双业务驱动发展模型；形成“内部平台生态化，外部生态平台化”的双平台生态布局；力求“营收增长率行业领先、利润增长率行业领先”的双高增目标，最终以“多品牌、多品类、多业务、全渠道”争做中国美妆领头羊。</p>	<p>近年来，中国美妆行业持续高速增长，国产本土品牌崛起的同时，国际国内小众品牌百花齐放，品牌分布出现了明显的哑铃型结构。伴随着中国美妆用户年龄结构、普及率、消费力等因素的持续变化，未来中国美妆市场也仍有巨大的增长潜力；同时，消费者美妆需求持续升级，中国美妆企业的集团化已成趋势。基于以上判断，水羊股份将持续在“四双”战略指引下，深耕美妆产业链，坚持持续加码研发投入，坚持差异化多品牌打造与升级。持续实施“研发赋能品牌，数字赋能组织”的双科技赋能；坚持“自有品牌与代理品牌双业务驱动”的发展战略；有序推动“内部平台生态化，外部生态平台化”的双平台生态建设；以“多品牌、多品类、多业务、全渠道”争做中国美妆行业领头羊。</p>
<b>经营计划</b>	<p><b>(1) 持续加强品牌建设</b></p> <p>自有品牌上，公司将通过持续加强品牌建设、优化产品体系、健全渠道体系等举措，同时注重研发的大力投入及精细化运营，努力实现自有品牌的升级优化。在新锐品牌方面，公司坚信未来美妆集团的竞争是品牌的竞争，在持续关注流量健康度、费用投入产出比的同时，将着力构建长期多品牌、全渠道运营的能力，实现美妆集团、品牌资产的长期健康发展。</p> <p>代理品牌方面，公司将继续发挥水羊国际平台作用及团队品牌管理和电商运营能力，积极开拓与全球优秀品牌的合作，不断引领更多优秀品牌进入中国市场，帮助海外有特点的品牌在中国全渠道做赋能和承接，持续扩充公司代理品牌、代运营品牌梯队，加速国际化进程。</p> <p><b>(2) 进一步加大研发投入</b></p>	<p><b>(1) 持续加码研发投入</b></p> <p>公司将进一步加大研发的投入，在原有起草国家行业标准、开放基础研究平台、研发独有原料、配方三代一体四个维度的基础上持续实施大研发、大投入的战略，建设 4 个机理实验室、10 个博士工作室以及面膜、精华等 10 个品类研发中心，持续搭建研发组织体系、建设组织制度、培养核心研发人才梯队、深化内外部研发合作，针对各类肌肤需求，为东方消费者找到更匹配的中国解决方案。</p> <p><b>(2) 持续加强品牌建设</b></p> <p>品牌是美妆的核心竞争力，公司将通过完善组织体系和构建消费者可感知且有竞争力的品牌体系，沉淀品牌资产，打造多层次品牌矩阵。组织方面，通过建立品牌资产评估体系、产品管控体系和品牌内容传播管理体系，打出水羊自有品牌</p>

公司将进一步加大研发的投入，在原有起草国家行业标准、开放基础研究平台、研发独有原料、配方三代一体四个维度的基础上实施大研发、大投入，原料化、品类化的战略，在原料端做独特原料研发、工艺的研发，在品类端搭建更细分的以品类为基础的研发中心，如面膜研发中心、精华研发中心，为公司可持续发展、规模化发展以及效率提升提供战略支持。

### (3) 积极开展组织及人才建设

公司坚持数字赋能组织的发展战略，努力将各项能力数据化，平台化，可复制化，对组织进行赋能。秉承着“人成事，事成人”的人才理念，公司始终重视对于员工以及管理人员的培养及激励，一方面，公司提供体系化、项目制的培养计划，持续培养合格的品牌管理、销售运营等人才，全面提高员工职业化素养特别是管理人员的品牌和经营意识；另一方面，构建多元激励体系，内部实施多种专项激励计划的同时结合现金奖励、股票期权及子公司股权激励等方式营造人人皆可创新的氛围，提升员工福利的同时，激发组织创造力和活力

- (1) 供应链管理风险  
 (2) 行业竞争激烈的风险  
 (3) 用户体验下降的风险  
 (4) 投资风险  
 (5) 疫情风险

#### 风险提示

完整的体系样板；品牌方面，根据各品牌定位，搭建消费者自传播体系以及建立消费者可感知的评估标准，实现品牌资产的稳定增长；产品方面，搭建符合品牌心智的产品体系，明确产品系列定位和通过料体竞研机制、竞品赛马机制赋能，形成用户口碑好、核心竞争力好、商业变现能力好的“三好”产品；持续实行大单品计划，系统管理自有品牌矩阵，实现美妆集团品牌资产的长期健康发展。

代理品牌方面，公司将继续发挥水羊国际平台作用及团队品牌服务和管理能力，面向全球多市场积极开拓与优秀品牌的合作，帮助海外有特点的品牌在中国全渠道做赋能和承接，聚焦资源、聚焦质量，加速国际化进程，致力成为全球美妆最佳CP（中国合作伙伴 ChinaPartner）。

### (3) 积极开展组织及人才建设

公司始终坚持数字赋能组织的发展战略，通过职能研发化、方法流程化、流程数据化、能力数据化，最终实现人才职业化、组织平台化。秉承着“人成事，事成人”的人才理念，公司始终重视对于员工以及管理人员的引进、培养及激励，公司将持续打造人才发展体系，高效引进品牌、产品企划及研发3类稀缺岗位，提供体系化、项目制的培养计划为员工提供螺旋式发展通道，为组织提供高质量人才支撑；另一方面，持续构建多元激励体系，内部实施多种专项激励计划的同时结合现金奖励、股票期权及子公司股权激励等方式营造人人皆可创新的氛围，提升员工福利的同时，激发组织创造力和活力。

- (1) 供应链管理风险  
 (2) 行业竞争激烈的风险  
 (3) 用户体验下降的风险  
 (4) 投资风险  
 (5) 宏观经济波动风险

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

## 5. 公司前十大股东情况跟踪

表 9：水羊股份前十大股东情况（更新自 2023 年半年报）

排名	股东名称	方向	期末持股数量（万股）	报告期内持股数量变动（万股）	占总股本比例（%）	持股比例变动（%）	股本性质
1	湖南御家投资管理有限公司	不变	9590.42	-	24.62%	-0.01%	A 股流通股
2	长沙汀汀企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	不变	4452.30	-	11.43%	-	A 股流通股
3	戴跃锋	不变	3908.66	-	10.04%	-	限售流通 A

股, A 股流通股

4	长沙御投投资管理合伙企业(有限合伙)	不变	1434.11	-	3.68%	-	A 股流通股
5	刘海浪	不变	505.15	-	1.30%	-	A 股流通股
6	长沙御投叁号企业管理咨询合伙企业(有限合伙)	不变	338.77	-	0.87%	-	A 股流通股
7	戴开波	不变	261.53	0.17	0.67%	-	A 股流通股
8	王庆芳	新进	243.26	-	0.62%	-	A 股流通股
9	国寿养老策略 4 号股票型养老金产品	不变	232.47	-	0.60%	-	A 股流通股
10	侯素梅	不变	193.00	-	0.50%	-	A 股流通股
	合计		21159.68		54.33%		

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

## 分析师简介及承诺

分析师甄唯萱：现任消费品零售与化妆品行业分析师。2018年5月加盟银河研究院从事零售行业研究，擅长深度挖掘公司基本面。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的具体投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun-yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun-yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi-yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi-yj@chinastock.com.cn)

上海地区：李洋洋 021-20252671 [liyongyang-yj@chinastock.com.cn](mailto:liyongyang-yj@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru-yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru-yj@chinastock.com.cn)

北京地区：田薇 010-80927721 [tianwei@chinastock.com.cn](mailto:tianwei@chinastock.com.cn)

唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling-bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling-bj@chinastock.com.cn)