

300740.SZ

增持

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 17.49

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(7.2)	(10.3)	4.7	(4.8)
相对深证成指	(5.0)	(10.9)	6.9	(9.7)

发行股数(百万)	411
流通股(%)	92
总市值(人民币 百万)	7,189
3个月日均交易额(人民币 百万)	161
主要股东	
御家汇股份有限公司回购专用证券账户	5.83%

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
 以 2021 年 11 月 9 日收市价为标准

相关研究报告

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

纺织服装
证券分析师: 郝帅

 (8610)66229231
 shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521030002

证券分析师: 丁凡

 (8610)66229231
 fan.ding@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521090001

联系人: 郑紫舟

 (8610)66229231
 一般证券业务证书编号: S1300121070001

水羊股份

多元战略发展, 破茧成蝶再出发

公司从互联网起家, 自主品牌持续壮大的同时不断承接海外品牌的国内线上代运营。经历两年的自我调整, 自主品牌实力强化, 代运营业务如火如荼, 经营改善拐点显著, 未来有望不断向上, 首次覆盖予以**增持**评级。

支撑评级的要点

- **国内美妆行业景气度持续向上, 竞争与机遇并存。** 1) **行业整体机遇:** 2010-2020 年中国化妆品市场销售额规模 10 年 CAGR 为 9.5%, 规模增速领跑全球, 景气度持续向上, 同时线上化趋势显著、平台布局多样, 催生出新的行业机遇: 国际大牌出现一定程度的不适应, 线上品牌代理兴起。 2) **面膜行业:** 2015 年-2020 年市场规模从 191 亿元增长至 321 亿元, CAGR 达 11%, 超越同期化妆品行业年复合增速。虽然市场格局上, 我国面膜行业竞争较为激烈, 截至 2019 年阿里全网面膜的前十大市占率总和为 30.0%, 但国内自有品牌占据主要份额。未来面膜行业规模有望在消费者人数增长、消费频次上涨和单次消费金额提升的共同驱动下不断向上。
- **自有品牌+代理品牌: 品牌运营力强劲。** 自御泥坊创立以来, 公司不断推出新品布局线上多样化平台, 目前逐步形成矩阵化的自有品牌布局, 体现公司基于一定研发实力之上的较强品牌孵化与运营能力。同时, 公司逐步拓展国际大牌线上代运营业务, 其中 2017 年成功运营城野医生, 进一步体现公司基于强电商运营基因的强品牌代理能力。
- **历经两年沉淀与调整, 未来全面开花。** 公司开启生产基地自建, 保障产品质量、夯实研发生产力, 产品多维度升级, 同时改善产品结构, 毛利率呈现向上态势; 同时公司紧跟新营销热度, 积极拥抱社交电商, 不断提升品牌力。此外, 2018 年公司上线水羊国际平台, 全面承接国际品牌代理, 未来空间宽广。与国际品牌的合作能够反哺自有品牌, 同时利好代运营品牌不断拓展, 未来形成良性循环持续向上。

估值

- 预计公司 2021-2023 年营收为 50.2/65.6/85.1 亿元, 归母净利润为 2.4/3.8/5.8 亿元, 对应 PE 分别为 30/19/12 倍。公司当下处于经营拐点, 未来有望在自有品牌和合作品牌共同作用下持续向上。首次覆盖给予**增持**评级。

风险提示

- 新品拓展不及预期; 与国际品牌合作受阻; 行业竞争加剧

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	2,412	3,715	5,024	6,560	8,505
变动(%)	7	54	35	31	30
净利润(人民币 百万)	27	140	241	375	581
全面摊薄每股收益(人民币)	0.066	0.341	0.586	0.913	1.414
变动(%)	(86.2)	415.2	71.8	55.7	54.9
全面摊薄市盈率(倍)	264.1	51.3	29.8	19.2	12.4
价格/每股现金流量(倍)	(34.4)	55.0	54.2	41.5	39.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	135.3	31.2	22.6	15.2	10.1
每股股息(人民币)	0.289	0.352	0.173	0.275	0.427

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

1.互联网美妆龙头再启征程.....	5
1.1 根于线上，品牌与品类持续开拓.....	5
1.2 股权集中，激励制度到位.....	8
1.3 沉浮十余载，新旅程再启航.....	9
2.行业景气度持续向上，竞争与机遇并存.....	11
2.1 国内美妆行业景气度不减，渠道变化下机遇四起.....	11
2.2 面膜板块增速亮眼，格局相对分散.....	13
2.3 未来面膜行业有望不断增长，趋向高端化、细分化.....	15
3.自有品牌+代理品牌：品牌运营力强劲.....	17
3.1 自有品牌蓬勃发展，强大互联网基因功不可没.....	17
3.2 成功运营城野医生，品牌代理能力优异.....	18
4.历经两年沉淀与调整，未来全面开花.....	21
4.1 自有品牌多维度升级，拐点已至.....	21
4.2 国际平台成立，品牌代运营持续发力.....	22
4.3 双平台合作，良性循环向上.....	23
5.盈利预测与投资建议.....	25
风险提示.....	27

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 2020 年始，公司收入/业绩快速增长（亿元）.....	5
图表 2. 自主品牌和代运营品牌双轮驱动.....	6
图表 3. 公司产品种类丰富.....	7
图表 4. 水乳膏霜收入占比持续提高（亿元）.....	7
图表 5. 公司以线上销售为主，逐步拓展线下渠道（亿元）.....	7
图表 6. 公司股权分布较为集中.....	8
图表 7. 公司核心管理层履历.....	8
图表 8. 2021 年公司再度推出股权激励计划.....	9
图表 9. 公司四大发展阶段.....	9
图表 10. 公司在不同发展阶段中，收入、业绩、费用率及盈利能力变化各异（亿元）.....	10
图表 11. 中国化妆品市场增速在全球市场上处于领先地位（亿美元）.....	11
图表 12. 化妆品线上销售加速趋势显著.....	11
图表 13. 消费者购买面膜产品主要渠道热度 TOP10.....	11
图表 14. 消费者获取面膜广告信息主要渠道热度对比.....	11
图表 15. 国内品牌化妆品、彩妆集中度率持续提升.....	12
图表 16. 国内电商服务行业高速发展.....	12
图表 17. 国内代运营品牌主营品类美妆较多.....	12
图表 18. 面膜的种类多样.....	13
图表 19. 中国面膜行业发展历程.....	13
图表 20. 中国面膜市场规模（亿元）.....	13
图表 21. 中国面膜市场渗透率.....	13
图表 22. 我国面膜行业竞争较为激烈，主要分为四大派系.....	14
图表 23. 面膜行业品牌集中度较低.....	14
图表 24. 中国面膜消费者年龄分布集中于 21-30 岁.....	15
图表 25. 面膜关注者中一二三线城市占比较大.....	15
图表 26. 面膜关注者中男性比例近 45%.....	15
图表 27. 我国化妆品高端化趋势显著（亿美元）.....	15
图表 28. 敷尔佳收入快速增长（亿元）.....	16
图表 29. 公司开发推出多个品牌（元/盒(件)，百万元）.....	17
图表 30. 御泥坊小金瓶精萃液含有 uniGlow 配方.....	17

图表 31. 2012-2015 年天猫双十一中，御泥坊为前八大热销美妆品牌之一.....	18
图表 32. 自主品牌旗舰店入驻天猫平台的时间轴.....	18
图表 33. 经销模式和代运营模式的区别.....	18
图表 34. 城野医生在大陆的代表性产品.....	19
图表 35. 部分代理运营公司及代理品牌.....	19
图表 36. 城野医生 377 美白精华.....	20
图表 37. 网购用户规模增速趋缓（万人）.....	21
图表 38. 以薇诺娜为例，公域流量投入产出比下滑（万元）.....	21
图表 39. 全球面膜智能生产基地项目设计效果图.....	21
图表 40. 盈利能力更强的非贴式面膜占比不断提升.....	22
图表 41. 公司采用多样化模式品牌宣传.....	22
图表 42. 水羊国际核心管理团队.....	23
图表 43. 截至目前水羊股份全面承接多个国际品牌代理业务.....	23
图表 44. 高端市场和大众市场前三品牌份额情况.....	24
图表 45. 公司收入拆分表（亿元）.....	25
图表 46. 公司盈利预测的主要假设（收入单位：亿元）.....	26
图表 47. 公司 PE 估值表（净利润单位：亿元）.....	26
损益表(人民币 百万).....	28
资产负债表(人民币 百万).....	28
现金流量表(人民币 百万).....	28
主要比率 (%).....	28

1. 互联网美妆龙头再启征程

基于电商红利迅速崛起，依托面膜打下江山。水羊股份是一家集产品研发、生产和销售为一体的化妆品企业，2006年以主品牌御泥坊起家，借助淘系平台实现快速崛起，逐步布局主流电商平台和城市化妆品专营店，实现线上线下渠道全覆盖。公司旗下品牌多样，截至2020年底，自有品牌方面除主品牌御泥坊外，还有小迷糊、御MEN、大水滴、花瑶花、HPH等新锐品牌，覆盖面膜、水乳膏霜、彩妆、个护清洁等多个化妆品领域；此外公司积极开拓海外品牌代理业务，全面承接强生代理，并和伊菲丹、KIKO、LIERAC、Lumene、Hawkins&Brimble、NATASHA DENONA等超50个国际品牌达成合作。随着公司对品牌结构的不断调整、渠道销售布局的逐渐深入，近两年公司收入/业绩实现快速增长：收入端，2020年及2021前三季度收入增速分别为54.02%/41.47%，业绩增速分别为415.28%/102.91%。

图表 1. 2020 年始，公司收入/业绩快速增长 (亿元)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1-Q3
收入	11.71	16.46	22.45	24.12	37.15	33.12
yoy	52.32%	40.61%	36.38%	7.43%	54.02%	41.47%
净利润	0.74	1.58	1.31	0.27	1.40	1.47
yoy	38.80%	114.85%	-17.53%	-79.17%	415.28%	102.91%

资料来源：公司年报，中银证券

1.1 根于线上，品牌与品类持续开拓

品牌角度，自主品牌和代运营品牌双轮驱动。自有品牌方面，公司拥有御泥坊、大水滴、小迷糊、花瑶花、御MEN等品牌；代运营品牌方面，截至2020年底，公司全面承接强生集团代理业务，并和城野医生、KIKO、LUMENE、ALBION、露得清、李施德林、伊菲丹等50余家国际品牌展开合作。目前，公司已形成以自主品牌为核心，代理品牌为驱动的双业务增长模式。

图表 2. 自主品牌和代运营品牌双轮驱动

类别	品牌名称	品牌标识	品牌介绍	品牌推出时间
自有品牌	御泥坊		现代科技重现盛唐美学	2006 年
	花瑶花		极具民族特色的花草护肤	2011 年
	小迷糊		IP 化新潮护肤品牌	2013 年
	大水滴		专注熬夜肌肤护理 20 年	2015 年
	御 MEN		专业男士护理品牌	2016 年
	HPH		功效护肤类	2019 年
	VAA		传递精简美学的美妆	2019 年
代运营品牌	城野医生		日本第一美妆品牌	2017 年
	强生		世界 500 强集团	2017 年
	KIKO		意大利时尚彩妆品牌	2018 年
	ZELENS		英国实验室抗衰品牌	2018 年
	LUMENE		芬兰国民护肤品牌	2018 年
	ALBION		日本高端百货护肤品牌	2018 年
	露得清		美国销售额第一的护肤品牌	2019 年
	李施德林		美股专业口腔护理品牌	2019 年
	大宝		经典平价护肤品牌	2019 年
	伊菲丹		全球首个针对敏感肌抗衰品牌	2019 年

资料来源：公司官网，中银证券

产品角度，面膜为公司自主品牌的核心产品，同时在代理品牌作用下水乳膏霜收入占比快速提升。从收入划分看，公司收入主要由贴式面膜、非贴式面膜、水乳膏霜贡献。近年来，公司不断优化产品结构，在拓展水乳膏霜的同时，面膜业务收入稳步增长（2015 年-2020 年收入 CAGR15.6%）；在品牌代运营业务快速拓展下，水乳膏霜收入实现快速增长，收入占比从 2015 年的 14.4% 提高至 2020 年的 51.5%。通过推动多元化发展，促进公司收入持续稳定向上。

图表 3. 公司产品种类丰富



资料来源：品牌官网，中银证券

图表 4. 水乳膏霜收入占比持续提高 (亿元)

分类	收入情况	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
贴式面膜	收入规模	9.22	11.40	12.39	9.00	9.50	4.14
	占比	78.89%	69.50%	55.19%	37.31%	25.56%	19.52%
	yoy	58.71%	23.59%	8.72%	-27.39%	5.52%	8.62%
非贴式面膜	收入规模	0.82	1.11	1.22	2.30	5.94	2.37
	占比	6.98%	6.77%	5.45%	9.55%	15.98%	11.18%
	yoy	26.88%	35.99%	10.14%	88.34%	157.67%	25.11%
水乳膏霜	收入规模	1.56	3.82	8.41	11.13	19.13	13.03
	占比	13.30%	23.29%	37.46%	46.12%	51.48%	61.47%
	yoy	41.35%	145.58%	120.17%	32.27%	71.91%	83.85%
品牌管理服务	收入规模	-	-	0.28	1.52	2.50	-
	占比	-	-	1.27%	6.28%	6.73%	-
	yoy	-	-	-	433.26%	64.94%	-
其他	收入规模	0.10	0.07	0.14	0.18	0.09	-
	占比	0.82%	0.44%	0.63%	0.74%	0.25%	-
	yoy	-10.19%	-25.64%	98.28%	25.09%	-47.34%	-

资料来源：公司年报，中银证券

渠道角度，公司以线上销售为主，逐步拓展线下渠道。2017年-2018年公司线上销售收入占比超95%。2019年后，随着公司线下渠道拓展，收入快速增长，2020年收入占比达9.89%。公司线上渠道主要有包括淘宝、天猫在内的“淘系”平台以及唯品会、京东、蘑菇街、聚美优品等电商平台，其中，“淘系”平台为公司最大的销售平台，2020年收入占比达52.18%；线下渠道主要有屈臣氏、沃尔玛、家乐福、万宁、各大城市化妆品专营店和公司自营店等。当前，公司成长于淘系”平台，积极拓展抖音等新兴线上营销渠道，同时深入布局线下端，实现全渠道运营。

图表 5. 公司以线上销售为主，逐步拓展线下渠道 (亿元)

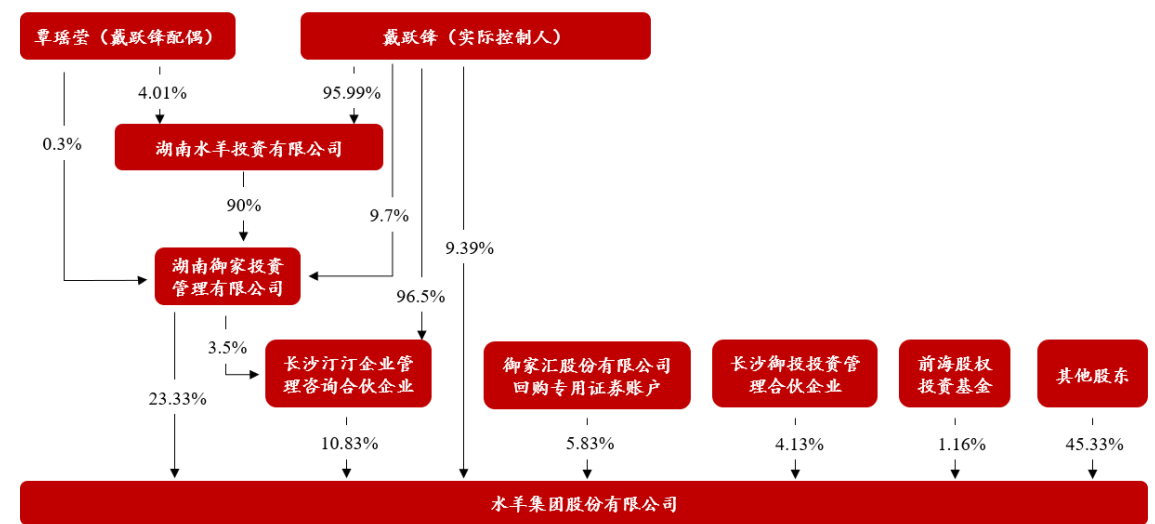
	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
线上收入	10.94	15.74	21.64	21.51	33.48	18.58
同比增速	46.85%	43.88%	37.48%	-0.60%	55.65%	50.12%
占比	93.46%	95.59%	96.37%	89.15%	90.11%	87.69%
线下收入	0.75	0.66	0.82	2.62	3.67	2.61
同比增速	257.14%	-12.00%	24.24%	219.51%	40.08%	47.96%
占比	6.39%	4.03%	3.63%	10.85%	9.89%	12.31%

资料来源：公司年报，中银证券

1.2 股权集中，激励制度到位

股权结构较为集中且稳定。董事长、总经理戴跃锋先生为公司实际控制人。截至 2021Q3，戴跃锋先生直接持有公司股份 9.39%。此外，戴跃锋先生与御家投资和汀汀咨询存在一致行动关系，戴跃锋先生通过直接及间接方式持有累计持有公司 42.34% 股本。与此同时，管理核心人员均有丰富相关工作经验，保障了公司的稳步运营和发展。

图表 6. 公司股权分布较为集中



资料来源：公司公告，中银证券

图表 7. 公司核心管理层履历

姓名	职务	出生年月	主要履历
戴跃锋	董事长、总经理	1982	水羊股份创始人及实际控制人。现任公司董事长兼总经理。曾获德国红点设计大奖，为国家“万人计划”科技创业领军人才。
黄晨泽	董事	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月至今任公司董事。
陈喆	董事	1984	硕士研究生。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。
何广文	董事、副总经理	1980	博士研究生。历任新加坡科学院高级科学家，宝洁(日本、新加坡)有限公司高级研发经理、高级科学家。2015年12月至今任公司副总经理，2016年9月至今任公司董事。
张虎儿	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，2014年12月至今任公司董事。
吴小瑾	副总经理、董事会秘书	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	副总经理、财务总监	1970	本科。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：公司年报，中银证券

股权激励绑定员工与公司利益，激发员工积极性。为进一步提升团队凝聚力、激发员工活力，公司继 2019 年 5 月公司推出股票期权与限制性股票激励计划后，再度于 2021 年 3 月推出股权激励计划，激励对象涉及公司董事和高管等人，其中除公司总经理戴跃锋先生外，任御泥坊品牌事业部总经理黄晨泽授予比例较大，也可见公司对御泥坊主品牌的重视。**激励计划的实施将公司核心团队与公司利益深度绑定，有利于充分调动员工的积极性和创造性，促进公司良性发展。**

图表 8. 2021 年公司再度推出股权激励计划

激励对象具体情况			
	获授数量 (万股)	占授予总数比重	占公司总股本比重
戴跃锋	150	15.0000%	0.3649%
何广文	0.45	0.0450%	0.0011%
黄晨泽	102.86	10.2860%	0.2502%
朱珊	3.78	0.3780%	0.0092%
张虎儿	3.78	0.3780%	0.0092%
陈喆	0.45	0.0450%	0.0011%
吴小瑾	3.78	0.3780%	0.0092%
晏德军	2.646	0.2646%	0.0064%
其他激励人员 (492 人)	592.254	59.2254%	1.4408%
预留部分	140	14.0000%	0.3406%

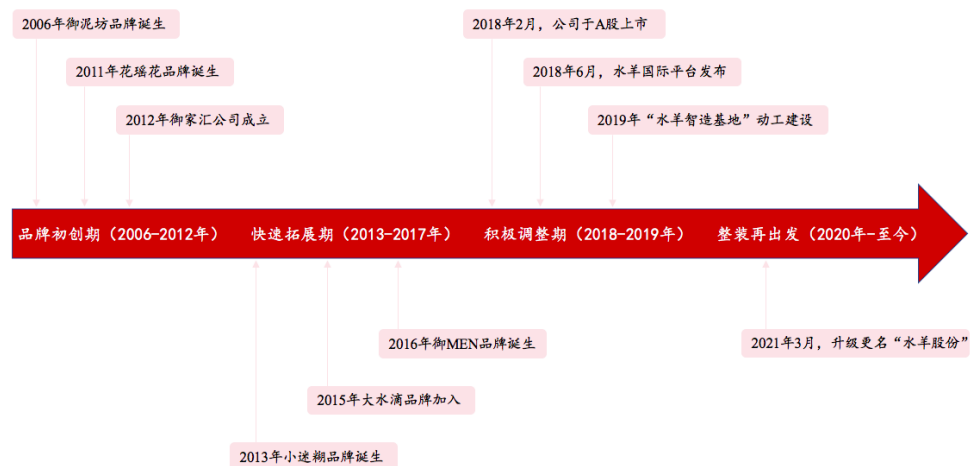
激励计划首次授予的限制性股票业绩考核情况	
归属安排	业绩考核目标
第一个归属期	以 2020 年净利润为基数, 2021 年净利润增长率不低于 80%
第二个归属期	以 2020 年净利润为基数, 2022 年净利润增长率不低于 180%
第三个归属期	以 2020 年净利润为基数, 2023 年净利润增长率不低于 330%

资料来源: 公司公告, 中银证券

1.3 沉浮十余载, 新旅程再启航

公司自成立至今已有十余载, 期间经历多个阶段。回首公司发展历程, 可以将其分为四个阶段, 即: **品牌初创期、快速拓展期、积极调整期以及整装再出发**, 在这四大阶段中, 公司经历了不同程度的收入、业绩、费用率和盈利能力的调整与变化。

图表 9. 公司四大发展阶段



资料来源: 公司年报, 中银证券

品牌初创期 (2006-2012 年): 2006 年, 御家汇前身——长沙百拍网络有限公司成立, 同年 4 月, 御泥坊品牌诞生。通过抓住互联网风口, 立足于淘宝平台流量, 御泥坊迅速成长, 2007 年获评淘宝网“最佳面膜”, 2008 年刷新中国化妆品电商行业单店单月、单店单天的销售记录。2012 年, “御家汇”公司正式成立。

快速拓展期 (2013-2017 年)：在此期间，公司充分利用线上销售的高速发展，积极发挥主品牌优势；同时不断培育和拓展子品牌，包括小迷糊、大水滴、御 MEN 等；此外，在品牌代理方面也在不断拓展合作，合作企业包括强生、城野医生等。**对应该阶段公司收入和利润快速增长**，2015 年-2017 年公司收入 CAGR 达 28.9%，净利润 CAGR 达 43.9%。2016-2017 年毛利率相对稳定，在 53% 左右；费用率因收入增长带来的规模效应而有所下降，综合对应净利率提升显著（2016 年 6.3%，2017 年 9.63%）。

积极调整期 (2018-2019 年)：2018 年 2 月，公司登陆 A 股市场；同年 6 月，公司正式启用水羊国际平台，全面开展国际品牌的代理业务。但 2018 年开始，面膜市场竞争加剧，一方面公司加大营销投入增强品牌影响力，致使销售费率高企（由 2017 年的 33.94% 逐步提升至 2019 年的 43.15%）；此外，**公司也在积极调整团队结构，理顺内部架构，调整产品布局。**在行业层面竞争加剧和公司内部调整的双重作用下，2018-2019 年公司业绩增速呈现负增长分别为 -18%/ -79%，净利率下滑至 5.82%/1.13%。

整装再出发 (2020 年-至今)：2020 年，公司在经历调整优化后迎来新的发展。即使受疫情影响，2020 年公司收入仍同比增加 54.0%，达 37.15 亿元，净利润同比增加 415.3%，达 1.40 亿元。与此同时，得益于公司内部结构优化，管理费率不断下降，净利率有所回升，2020 年净利率为 3.78%。2021 年 3 月，公司正式升级更名为“水羊股份”，**开启自主品牌和代理品牌双轮驱动，推动品牌进一步升级。**

图表 10. 公司在不同发展阶段中，收入、业绩、费用率及盈利能力变化各异 (亿元)

公司收入及业绩情况						
	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1-Q3
收入	11.71	16.46	22.45	24.12	37.1	33.12
yoy	52.32%	40.61%	36.38%	7.43%	54.02%	41.47%
归母净利润	0.74	1.58	1.31	0.27	1.40	1.47
yoy	38.80%	114.85%	-17.53%	-79.17%	415.28%	102.91%
盈利能力及费率情况						
	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1-Q3
毛利率	53.18%	52.63%	51.67%	51.05%	49.20%	54.75%
净利率	6.30%	9.63%	5.82%	1.13%	3.78%	4.43%
销售费率	35.03%	33.94%	37.74%	43.15%	38.71%	42.05%
研发费率	4.05%	2.48%	2.05%	1.82%	1.28%	1.45%
管理费率	5.80%	4.45%	4.62%	4.26%	3.27%	5.03%

资料来源：公司年报，中银证券

2. 行业景气度持续向上，竞争与机遇并存

2.1 国内美妆行业景气度不减，渠道变化下机遇四起

中国化妆品市场规模增速位列第一。2010-2020 年全球化妆品行业规模从 4208 亿美元增长到 4840 亿美元，10 年 CAGR 1.4%。中国市场销售额规模 10 年 CAGR 为 9.5%，超过全球规模同期增速约 8pct；相比之下，美国 10 年 CAGR 为 2.8%、日本为 -2.0%，中国化妆品市场规模增速领跑全球趋势较为显著。未来来看，据欧睿数据，预计 2025 年我国化妆品行业规模将达到 1175.6 亿美元，未来五年 CAGR 9.3%，景气度呈现持续向上。

图表 11. 中国化妆品市场增速在全球市场上处于领先地位（亿美元）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
全球化妆品行业规模	4207.8	4608.6	4677.7	4769.8	4826.7	4485.5	4542.3	4781.3	4975.8	5033.2	4840.3
美国	692.8	723.1	749	768	788.4	821.6	854.5	883.8	913.1	933.4	909.9
增速		4.37%	3.58%	2.54%	2.66%	4.21%	4.00%	3.43%	3.32%	2.22%	-2.52%
中国	303	357.5	401.8	446.8	485.5	512	510.5	553.5	638.9	702	753.5
增速		17.99%	12.39%	11.20%	8.66%	5.46%	-0.29%	8.42%	15.43%	9.88%	7.34%
日本	431.4	465.4	468.1	387.5	361.2	323.8	367.3	365.6	379.7	389.5	351
增速		7.88%	0.58%	-17.22%	-6.79%	-10.35%	13.43%	-0.46%	3.86%	2.58%	-9.88%

资料来源：Euromonitor，中银证券

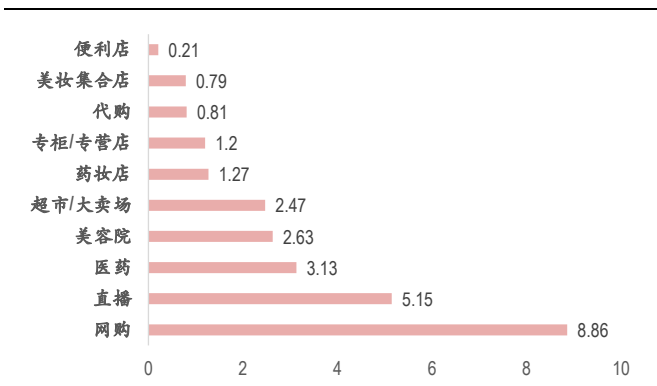
当前化妆品行业线上化趋势显著，平台布局模式愈加多样。据欧睿数据，2010-2020 年化妆品行业线上销售占比由 2.6% 提升至 38.0%，增速较快。除传统电商外，各类社交媒体的产品推广层出不穷，如微博、抖音等新兴的流量热点平台已成为化妆品宣传推广的新阵地。

图表 12. 化妆品线上销售加速趋势显著

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
线下占比	94.7%	89.8%	86.9%	84.2%	81.3%	78.6%	75.9%	72.6%	68.7%	62.0%
线上占比	5.3%	10.2%	13.1%	15.8%	18.7%	21.4%	24.1%	27.4%	31.3%	38.0%

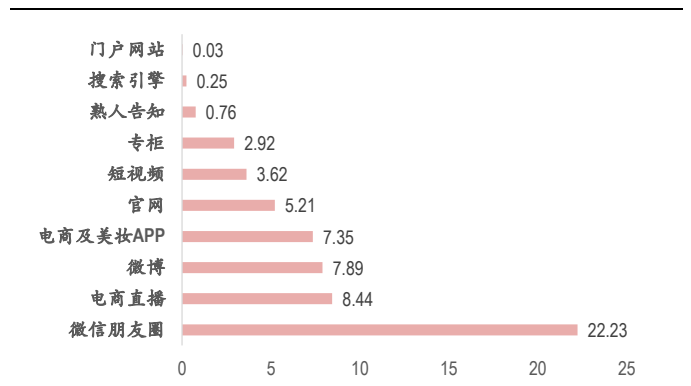
资料来源：Euromonitor，中银证券

图表 13. 消费者购买面膜产品主要渠道热度 TOP10



资料来源：新媒体大数据专家，中银证券

图表 14. 消费者获取面膜广告信息主要渠道热度对比



资料来源：新媒体大数据专家，中银证券

多样化的平台布局催生出新的行业机遇：1) 国产品牌借势发力，集中度稳步提升：国产化妆品品牌深谙国内消费市场特点，CR8由2011年的3.4%上升至2020年的14.2%。国产彩妆品牌CR3自2017年实现0的突破，2020年快速增长至13.4%，国产品牌红利逐步释放、机遇显现。2) 线上布局模式层出不穷的情况下，国际大牌出现一定程度的不适应：尽管中国化妆品行业排名前十均为国际大牌，但在电商高速发展的期间（2013-2018年），相较于国产化妆品品牌集中度的迅速提升，化妆品国际大牌集中度增幅较小，可见在国内不断变化且丰富多样的市场销售环境下，国际品牌市场份额拓展存在一定阻力。

图表 15. 国内品牌化妆品、彩妆集中度率持续提升

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
化妆品 CR10	26.2%	27.2%	28.7%	30.3%	28.7%	28.1%	28.3%	29.0%	30.5%	31.9%
化妆品国产 CR8	3.4%	4.8%	6.5%	10.1%	11.3%	12.7%	13.7%	14.5%	14.7%	14.2%
彩妆国产 CR3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	3.6%	8.3%	13.4%

资料来源：Euromonitor，中银证券

在此背景下，品牌代运营高速增长，美妆国际品牌更倾向于外包服务商。2014-2019年我国电子商务服务业交易额由262亿元增长至2151亿元，5年CAGR达到52.36%；电商服务商由2.8万家增长至7.8万家，业务内容涵盖商品经销、商品分销、代运营服务、品牌营销等。美妆领域因国际大牌缺少对国内市场的深入洞察，对电商服务的需求比例超过80%，主流代运营品牌包括宝尊电商、若羽臣、丽人丽妆、杭州悠可、壹网壹创、水羊股份等。预计未来随整体美妆行业规模的增长和线上营销模式的愈加多样化，该品牌代运营市场将持续拓展，为国内代运营企业带来一定机遇。

图表 16. 国内电商服务行业高速发展

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年
电商服务市场交易规模（亿元）	262	434	710	1107	1613	2151
Yoy		65.65%	63.59%	55.92%	45.71%	33.35%
电商服务商数量（万家）	2.8	3.8	5.2	6.5	7.2	7.8
yoy		35.71%	36.84%	25.00%	10.77%	8.33%

资料来源：产业信息网，中银证券

图表 17. 国内代运营品牌主营产品类美妆较多

	宝尊电商	若羽臣	丽人丽妆	杭州悠可	壹网壹创	水羊股份
服务范围	全品类全链路电商代运营服务	多品类全链路电商代运营服务	单品类全链路电商代运营服务	单品类全链路电商代运营服务	单品类全链路电商代运营服务	单品类全链路电商代运营服务
主营产品类	服饰、美妆、3C、食品、建材、家电、汽车等	母婴、保健品、美妆个护等	美妆	美妆	美妆	美妆
合作品牌	耐克、GUCCI、华为、POLA、植村秀、科勒、松下电器等	美赞臣、哈罗闪、美迪惠尔、SWISS等	相宜本草、SHOO、后、美宝修丽可、欧舒丹、蓬、雪肌精等	雅诗兰黛、倩碧、百雀羚、娇韵诗等	伊丽莎、OLAY、爱茉莉太平洋等	城野医生、KIKO、LUMENE、ALBION、露得清、李施德林、伊菲丹等

资料来源：产业信息网，中银证券

2.2 面膜板块增速亮眼，格局相对分散

1) 市场规模

面膜的功效和使用方式多样。按功效分有美白、保湿补水、修护、清洁四大类；按使用方式可分为贴片式和涂抹式面膜。贴片式面膜通常是由织布制成，它是将调配好的高浓度营养精华液吸附在织布纸上，使用时敷到脸上即可；涂抹式面膜是装在瓶罐里的膏体、凝胶、乳霜等，涂抹时比较自由，可以根据需求涂满整张脸或者局部，质地具有黏性。

图表 18. 面膜的种类多样

分类	类别
按功效分	美白祛斑
	保湿补水
	晒后修复
	控油清洁
按使用方式分	贴片式
	睡眠/免水洗式
	撕拉式
	乳霜/泥膏式

资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

历经 4 大发展阶段，国内面膜市场规模增速表现优异。自 1993 年 SK-II 首次将无纺布材料革命性地应用于面膜产业以来，中国面膜行业经历了奠基阶段、发展阶段、爆发阶段和成熟阶段四大阶段，2015 年-2020 年市场规模从 191 亿元增长至 321 亿元，CAGR 达到 11%，超越同期化妆品行业年复合增速（2015-2020 年市场规模年复合增速为 8%）。

图表 19. 中国面膜行业发展历程

时间划分	阶段情况
奠基阶段（1993 年前）	面膜制作工序简单，原料昂贵，消费群体以权贵阶层为主，行业发展缓慢。
发展阶段（1993-2007 年）	无纺布面膜诞生，随后面膜质地不断轻质化，面膜市场也不断扩大，但产品定位高端
爆发阶段（2008-2018 年）	面膜材质进一步改善，面膜被定义为快速消费品，价格降低，市场高速增长
成熟阶段（2019 年至今）	国家监管力度不断加大，消费者对于高端面膜的需求增加，市场逐渐趋于集中

资料来源：华经产业研究院，中银证券

图表 20. 中国面膜市场规模（亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
市场规模	191	202	223	253	291	321
yoy	-	45.54%	5.79%	29.68%	22.20%	22.09%

资料来源：Euromonitor，中银证券

中国面膜市场规模的高速增长主要得益于：1) 供给端充足：面膜行业门槛较低、利润高的特点吸引了大量进入者，据天眼查数据，目前我国共有超 4,300 家企业名称或经营范围包含“面膜”，多元化的供给为消费者提高了充足的选择空间。2) 需求端旺盛：消费升级的大背景下，人们的面部保养意识逐渐提升，对面膜需求持续升高，对应渗透率不断提升，由 2012 年的 32% 提升至 2019 年的 51%。

图表 21. 中国面膜市场渗透率

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
渗透率	32%	36%	38%	42%	44%	45%	49%	51%

资料来源：华经产业研究院，中银证券

2) 市场格局

我国面膜行业竞争较为激烈，主要分为四大派系：国产专业品牌、国产综合化妆品品牌、日韩品牌、国际欧美品牌。在产品布局方面，国内品牌基本均布局了贴片式和涂抹式面膜，日韩品牌贴片式面膜较多，而部分国际欧美品牌仅布局了贴片式面膜。相对而言，国内品牌在产品布局方面发力更足，能更好地迎合消费者不断增长的多样化需求。

图表 22. 我国面膜行业竞争较为激烈，主要分为四大派系

所属派系	品牌简称	产品类型		价格区间	
		贴片式	涂抹式	贴片式 (元/片)	涂抹式 (元/克)
国产专业面膜品牌	一叶子	√	√	1.2-25.8	1.5-2.2
	御泥坊	√	√	8.6-20.0	1.5-3.2
	膜法世家	√	√	5.7-10.0	0.8-1.8
	美即	√	-	7.5-13.8	-
	森田	√	√	7.8-16	1.36-3.78
	敷尔佳	√	√	17.9-20	0.9-1.48
国产综合化妆品品牌	自然堂	√	√	4.9-15.8	1.11
	百雀羚	√	-	3.6-16.8	-
	佰草集	√	√	17.4-31.7	0.8-1.4
	珀莱雅	√	√	5.0-33.8	1.2-1.8
	韩束	√	√	7.2-7.5	1.15-1.38
	韩后	√	√	8-9.92	0.74
日韩品牌	美迪惠尔	√	√	4.0-27.3	1.23
	SNP	√	√	7.9-19	1.36-1.98
	肌美精	√	-	13.5-32	-
	VT 老虎	√	√	10-13.2	1.53
	AHC	√	-	12-19.8	-
	WIS	√	√	5-11.56	1.48
	Dr.Jart+	√	√	13-29	2.44
	JMsolution	√	-	11-15.8	-
国际欧美品牌	欧莱雅	√	-	15.6-24.45	-
	科颜氏	-	√	-	2.5-4.2
	兰蔻	√	√	86-136	18
	雅诗兰黛	√	√	170	2.2-60
	SK-II	√	-	120-178	-
	Evidens	√	√	387.5	18.6-32

资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

由于面膜品牌众多且不断涌入竞争者，整体行业集中度较低。由于面膜市场进入壁垒相对较低，新进入者持续加入，因此面膜行业整体集中度较低，截至 2019 年阿里全网面膜的前十大市占率总和为 30.0%，而国内自有品牌凭借极具性价比的产品以及线上运营优势在国内面膜市场中占主要份额。

图表 23. 面膜行业品牌集中度较低

品牌	自然堂	欧莱雅	薇诺娜	膜法世家	Dr.Jart+	御泥坊	一叶子	佑天兰	JMsolution	百雀羚
市占率	5.62%	5.12%	3.55%	3.54%	2.91%	2.59%	2.33%	2.21%	2.19%	2.14%

资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

2.3 未来面膜行业有望不断增长，趋向高端化、细分化

我们认为未来行业规模将在产品使用人数和消费频次以及均价提升的多重作用下不断增长：

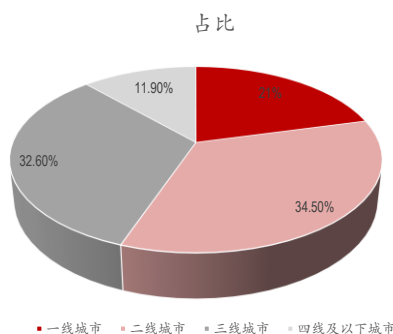
- 1) **消费人数**：据前瞻产业研究院显示，相较于日韩面膜产品 60%-70% 的渗透率，国内市场仍有可拓展空间（目前渗透率为 51%）。从当前消费者分布看，90 后为主要消费群体，且以一二三线城市消费者为主，未来随着营销模式多样化，越来越多下沉市场消费者提升对面膜产品和品牌的认知，结合便利的购物渠道，消费人群数量有望进一步提升；此外，当前“他经济”盛行，男性也开始关注美容护肤等领域，据新媒体大数据专家，在 2020 年 9 月 1 日至 11 月 30 日期间，关注面膜消费群体里女性占比为 55.2%，男性占比为 44.8%，两者差距较小，可见男性在面膜市场的消费力强劲，未来也将对消费群体数量提升有一定贡献。

图表 24. 中国面膜消费者年龄分布集中于 21-30 岁

	20 岁以下	21-30 岁	31-40 岁	41-50 岁	50 岁以上
占比	11.46%	53.56%	28.48%	5.57%	0.93%

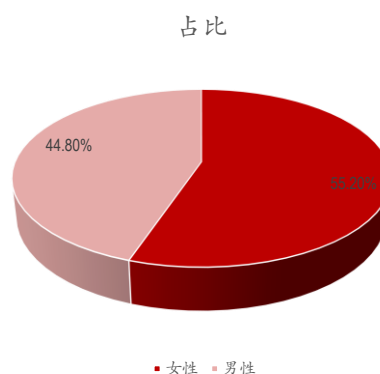
资料来源：华经产业研究院，中银证券

图表 25. 面膜关注者中一二三线城市占比较大



资料来源：新媒体大数据专家，中银证券

图表 26. 面膜关注者中男性比例近 45%



资料来源：新媒体大数据专家，中银证券

- 2) **消费频次增加**：根据欧睿数据统计，2017 年中国 15-47 岁女性消费者年均使用 8 片面膜，与日本、韩国相差 3.2 和 2.1 倍，除消费者规模影响外，在使用频率上也存在可提升空间。
- 3) **均价有望不断增长**：随着人均可支配收入提升、中国市场消费升级、居民护肤消费理念的进步，消费者对于中高端护肤品的需求逐步提升，由 2011 年的 20.8% 提升至 2020 年的 38.5%。未来在高端化趋势持续下市场整体的面膜均价也将有望提升，推动行业规模增长。

综合两大因素，据欧睿数据预测，2024 年中国面膜市场规模有望突破 600 亿元，为 2020 年的近 2 倍。

图表 27. 我国化妆品高端化趋势显著(亿美元)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
化妆品高端市场	66.5	75.7	85.8	96.4	103.8	108.3	133.3	175.6	221.0	260.7
yoy	23.6%	13.9%	13.3%	12.4%	7.6%	4.4%	23.0%	31.8%	25.9%	18.0%
占比	20.8%	21.1%	21.5%	22.2%	22.7%	23.9%	27.1%	30.8%	35.1%	38.5%
化妆品大众市场	253.2	283.8	314.2	338.4	353.1	345.7	359.2	394.8	408.3	417.1
yoy	16.9%	12.1%	10.7%	7.7%	4.3%	-2.1%	3.9%	9.9%	3.4%	2.2%
占比	79.2%	78.9%	78.5%	77.8%	77.3%	76.1%	72.9%	69.2%	64.9%	61.5%

资料来源：Euromonitor，中银证券

在当下白热化竞争下，市场的高端化、细分化有望成为下一个竞争点。1) **高端化**：在消费升级的大背景下，消费者不仅看着价廉，更追求物美。国产品牌长期进行价格竞争，存在同质化严重、创新力不足等问题。仅依靠低端价格优势的产品已无法满足消费者日益升级的需求，高端产品将有望快速渗透中国市场。2) **细分化**：当下市场品牌众多，在竞争激烈下，品牌若想脱颖而出需要以消费者需求为导向，挖掘潜在细分化需求。例如专注于医用皮肤修复敷料赛道的敷尔佳，快速占领细分赛道龙头，根据弗若斯特沙利文，其医疗器械类敷料产品占比 25.9%，市场排名第一，对应收入也快速增长，2018-2020 年营业务收入分别为 3.73 亿、13.42 亿和 15.85 亿，后两年分别同比增长 259.44%和 18.07%。

图表 28. 敷尔佳收入快速增长 (亿元)

	2018	2019	2020
收入	3.73	13.42	15.85
yoy		259.44%	18.07%

资料来源：敷尔佳公司招股书，中银证券

3.自有品牌+代理品牌：品牌运营力强劲

3.1 自有品牌蓬勃发展，强大互联网基因功不可没

自御泥坊创立以来，公司不断新品牌推出。御泥坊为公司的起家品牌，随后不断新品牌上市，目前旗下拥有御泥坊、小迷糊、HPH、花瑶花、御 MEN、大水滴、HPH、VAA 等多个品牌，其中，除大水滴为收购品牌外，其他品牌均为自主孵化品牌。从各个品牌的定位和收入规模可以看出，当下公司已逐步形成矩阵化的自有品牌布局，也体现了其较强的品牌孵化和运营能力。

图表 29.公司开发推出多个品牌（元/盒(件)，百万元）

品牌名	推出时间	品牌定位	价位	2019 年收入规模
御泥坊	2006	现代科技重现盛唐美学	45-449	952
花瑶花	2011	极具民族特色的花草护肤	104-342	33
小迷糊	2013	IP 化新潮护肤品牌	45-395	317
大水滴（原薇风）	2015	专注熬夜肌肤护理 20 年	95-395	51
御 MEN	2016	专业男士护理品牌	65-305	38
HPH	2019	功效护肤类	165-665	-
VAA	2019	高端美妆品牌	229-286	-

资料来源：公司官网，公司年报，天猫，中银证券

公司以研发赋能产品，奠定了品牌不断成功孵化的基础：公司参与起草行业标准、搭建开放平台、研发独有原料、配方三代一体，四个维度实现研发赋能产品。截至 2019 年已参与起草中国面膜行业标准《QB/T2872-2017》和《中国国家标准（卸妆油类）》等 12 项国家行业标准，是全球首家面膜品牌 IFSCC 金牌会员。此外公司自主研发 10 余种独有原料和多个护肤品配方技术，截止 2020 年，公司累计申请专利 100 多项，累计授权超过 40 项，包括山茶籽油、麻类副产品、灵芝酵素等在内的成分研发水平达到国际先进水平。

图表 30. 御泥坊小金瓶精萃液含有 uniGlow 配方



资料来源：公司年报，中银证券

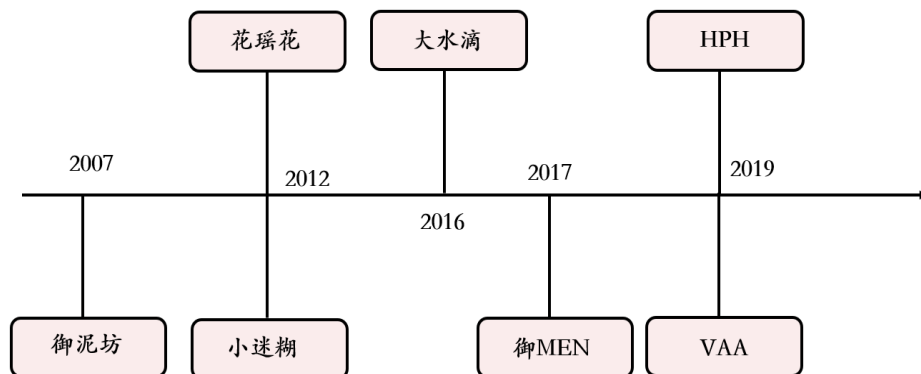
公司强大的互联网运营基因推动了品牌的不断拓展。2007年公司旗下品牌御泥坊进驻天猫商城，从销量表现来看，御泥坊在2012-2015年间连续四年入选天猫双十一美妆品牌排名Top8，御泥坊氨基酸泥浆精华面膜从众多品牌面膜中脱颖而出，荣获天猫金妆奖之“2021年度面膜”；御MEN洁面液获得天猫金妆奖之“2021年度男士洁面奖”。但从2016-2019年双十一天猫销售情况可见，随着线上代运营的兴起，海外品牌借助国内代运营企业加速布局国内市场，而公司则不拘泥于天猫平台，较早的开启了多样化平台、多品牌的线上复制之路：2014年公司与唯品会达成合作；2015年公司旗下品牌御泥坊与小迷糊登陆京东；2017年，公司开始布局拼多多，开设御泥坊小迷糊、御MEN旗舰店，我们认为多品牌在多个线上平台的成功拓展尽显了其强大的互联网运营基因。

图表 31. 2012-2015 年天猫双十一中，御泥坊为前八大热销美妆品牌之一

品牌排名	1	2	3	4	5	6	7	8
2012	雅诗兰黛	御泥坊	阿芙	牛尔	欧莱雅	美即	Olay	相宜本草
2013	阿芙	美即	御泥坊	欧莱雅	牛尔	百雀羚	Olay	膜法世家
2014	百雀羚	韩束	自然堂	Olay	欧莱雅	阿芙	兰蔻	御泥坊
2015	百雀羚	韩束	自然堂	Olay	欧莱雅	阿芙	兰蔻	御泥坊
2016	百雀羚	欧莱雅	SK-II	一叶子	自然堂	雅诗兰黛	韩束	佰草集
2017	百雀羚	自然堂	兰蔻	雅诗兰黛	SK-II	Olay	欧莱雅	一叶子
2018	兰蔻	Olay	欧莱雅	雅诗兰黛	SK-II	百雀羚	自然堂	HFP
2019	欧莱雅	兰蔻	雅诗兰黛	Olay	SK-II	自然堂	百雀羚	后

资料来源：亿邦动力网，中银证券

图表 32. 自主品牌旗舰店入驻天猫平台的时间轴



资料来源：天猫，公司官网，中银证券

3.2 成功运营城野医生，品牌代理能力优异

公司代理业务可分为买断和代运营两大模式，且以买断模式为主。公司通过经销和代运营两大模式，为国际品牌提供代运营业务。在买断模式上，公司通过向企业买断产品，进一步在国内区域向消费者进行销售，收入主要由产品销售贡献；在代运营模式上，公司只负责品牌的线上管理，向客户收取的费用贡献主要收入，包括服务费及相关增值类服务费用。

图表 33. 经销模式和代运营模式的区别

	买断模式	代运营模式
代理品牌差异	大多在国内不具备完整的销售渠道	大多在国内具备较完整的销售渠道
服务内容差异	买断品牌的产品，公司直接销售	负责品牌的线上运营和营销等
收入差异	代理品牌产品销售收入及品牌管理收入	品牌管理佣金收入
盈利差异	盈利能力较高	盈利能力较低

资料来源：公司招股书，中银证券

2017年城野医生的中国区域再造，体现了公司基于电商运营之上的强品牌代理能力。2012年城野医生首次布局中国市场，当时命名为喜莱博并在线下开设旗舰店，但由于广告投入较少，营销渠道尚未打通，策略不符合中国市场，于2013年宣布退出中国市场。2016年，强生收购了城野医生19.9%股权，成为第二大股东。城野医生再次进军中国，2017年2月，公司与强生达成协议，成为城野医生在“中国大陆地区电子商务渠道唯一官方授权合作伙伴”，帮助城野医生成功进驻天猫国际，转战电商平台。据公司年报披露，2018年城野医生天猫国际海外旗舰店全年销售额同比增长117%，在天猫国际美妆品牌旗舰店排名第四，是首个除双十一外单日销售额突破千万的海外美妆品牌。

图表 34.城野医生在大陆的代表性产品



资料来源：百度图片，中银证券

作为目前唯一一家拥有自有品牌的代运营企业，公司更懂品牌的运营与品牌力的打造。目前国内美妆市场的代运营企业均为专职代理，包括丽人丽妆、壹网壹创、悠可等，公司则在多年的自有品牌运营经验积累下，开启了海外品牌代运营。从2015年开始，公司逐步开展海外品牌的代理，先后代运营城野医生、李施德林等50余个品牌。由自有品牌运营逐步拓展到国际大牌线上代运营，能够更好的帮助公司理解品牌的运作模式，拥有更专业的品牌代运营能力。

图表 35.部分代理运营公司及代理品牌

公司名称	代理品牌
丽人丽妆	Sisley、HERA、蜜丝佛陀、兰芝、雪花秀、兰蔻、碧欧泉、施华蔻、植村秀、希思黎等
壹网壹创	宝洁、资生堂、爱茉莉、伊丽莎白雅顿等
悠可	薇姿、理肤泉、修丽可、一诺美、娇韵诗、伊芙黎雪、谜尚、The Face Shop、Skin Food、LG、芳草集、悠语等
水羊股份	城野医生、李施德林、露得清、大宝、强生、伊菲丹、EviDens、KIKO、Lumene、Zelens等

资料来源：公司官网，中银证券

此外，公司在品牌代运营的成功也离不开其对代理品牌不断本土化推新的助力。公司在海外品牌的代运营上，并非提供传统的“TP (T-mallPartner)、DP (DouyinPartner)”等代运营服务，而是从产品和品牌的本土化转型出发，帮助服务品牌不断孵化和推出适合本土市场的产品，例如公司在助城野医生打造爆款毛孔收缩水后，协助品牌寻找第二成长曲线，推出377美白精华，再次成为主流产品。

图表 36. 城野医生 377 美白精华



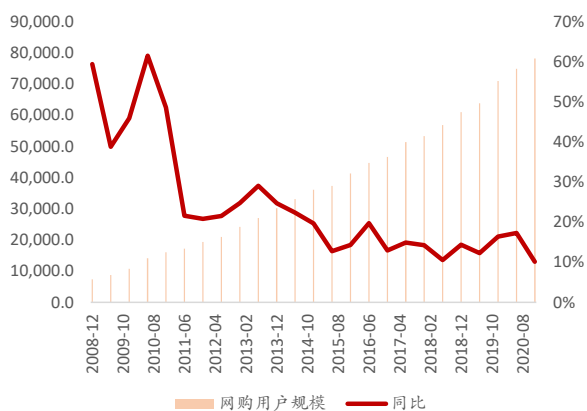
资料来源: 京东, 中银证券

4. 历经两年沉淀与调整，未来全面开花

4.1 自有品牌多维度升级，拐点已至

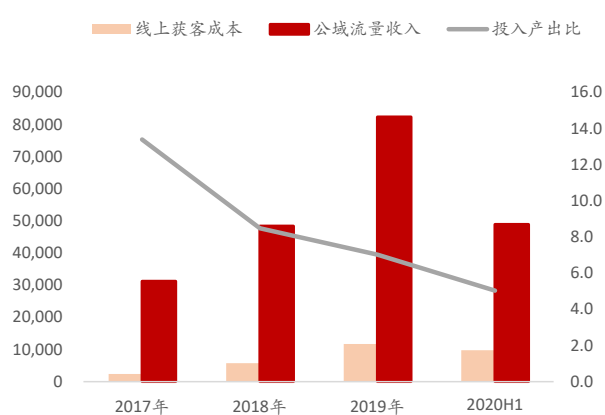
当下化妆品市场的竞争由过往的渠道和价格逐步过渡到品牌端。化妆品渠道经历多次红利变迁：1) 2000-2012年为线下渠道红利，对当时国产品牌而言，通过CS渠道的快速拓展下沉市场能够帮助品牌实现快速扩张；2) 2012-2017年为线上渠道的快速发展期，及时布局传统电商渠道的化妆品品牌获得了又一波红利。3) 2018年至今：线上传统电商红利呈现逐步消退趋势，对应呈现传统电商费用投入较高，而流量增长趋缓，边际效用递减，因而整体化妆品市场的在传统渠道布局和抢占带来的竞争力弱化。同时，随着消费不断升级，通过价格竞争来抢占市场的战略也效果逐渐减弱，因此当下品牌力的打造成为竞争关键，而品牌力的打造离不开产品研发本身和产品结构布局等方面。

图表 37. 网购用户规模增速趋缓（万人）



资料来源：万得，中银证券

图表 38. 以薇诺娜为例，公域流量投入产出比下滑（万元）



资料来源：贝泰妮招股书，中银证券

2019年以来，公司自建生产基地，保障产品质量、夯实研发生产力。公司自成立以来主要以委托加工模式进行产品的生产，2019年，公司拟投资8亿元在长沙市高新区开始建设御家汇“全球面膜智能制造基地”，该基地是一个集面膜研发、设计、生产、物流等于一体的生产基地，预计建成投产后可实现年均生产面膜35亿片、水乳膏霜1亿瓶的产能，实现年产值20亿元。通过自建生产基地一方面有助于公司降低成本、管控产品质量，另一方面也更有利于夯实自身研发和生产实力、丰富产品线。

图表 39. 全球面膜智能制造生产基地项目设计效果图



资料来源：百度图片，中银证券

加快产品升级摆脱低价竞争，改善产品结构，树立品牌形象。1) 爆款产品不断升级，摆脱低价竞争：2020 年以来，公司面膜产品毛利率稳步向上，2021 年上半年达到历史高点，得益于公司不断的产品升级。以氨基酸泥浆面膜为例，该款面膜从 2007 年上市至今已经升级至第五代，价格由 2020 年年初的 89.9 元/90ml（第四代产品）提升至目前的 99.9 元/90ml。2) 改善产品结构，精简 SKU：从营收结构上看，2020 年毛利率较高的非贴式面膜收入占比有所提升（2018-2020 年由 5.45% 提升至 15.98%），除此之外，公司也对产品 SKU 进行了一定程度精简，使得资源更聚焦，也有利于品牌形象的塑造。

图表 40. 盈利能力更强的非贴式面膜占比不断提升

分类	收入情况	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
贴式面膜	毛利率	53.10%	54.01%	48.78%	49.75%	54.61%	58.52%
	收入占比	78.89%	69.50%	55.19%	37.31%	25.56%	19.52%
非贴式面膜	毛利率	57.74%	55.86%	55.63%	36.26%	73.63%	73.93%
	收入占比	6.98%	6.77%	5.45%	9.55%	15.98%	11.18%

资料来源：公司年报，中银证券

对市场变化反应灵敏，紧跟新营销热度，积极拥抱社交电商，提升品牌力。过往公司的营销模式主要在电商平台推广和影视、综艺植入等方面。当下整体消费品营销模式由传统电视广告植入模式走向社交电商模式，公司则迅速转变过往思维模式，积极拥抱新营销，包括推出 IP 联名产品、加强小红书等平台合作，同时邀请李佳琦、薇娅等 KOL 直播带货：2019 年御家汇与李佳琦直播合作 47 次，总计观看量超 4000 万人次；与薇娅直播合作超过 30 次；与陈洁 Kiki、烈儿宝贝等超过 1500 位网红主播合作，直播总场数累计超 8000 场。通过多样化的营销模式，加强与消费者间的互动、增强品牌影响力。

图表 41. 公司采用多样化模式品牌宣传



资料来源：百度图片，中银证券

我们认为在产品研发强化、产品结构升级以及品牌营销升级等多样化促进下，公司已在 2020 年的收入和业绩呈现向上趋势，未来随着自建基地的投产和不断的产品升级与推新，有望实现持续的收入和业绩的稳步向上。

4.2 国际平台成立，品牌代运营持续发力

2018 年，公司上线水羊国际平台，经验丰富的管理团队为国际品牌提供专业化国内市场开拓服务。2018 年公司正式成立的水羊国际平台，管理团队具备丰富线上管理经验，并通过“产品链接、物流链接、渠道链接、品牌链接、服务链接”为更多国际品牌提供更具专业化的国内市场拓展服务：自 2018 年后管理团队不断引领水羊国际打造代运营品牌佳绩，例如 2018 年代理的意大利品牌 KIKO 开业活动销售超过六万支，为销售第一品牌，刷新天猫国际彩妆开业记录。

图表 42. 水羊国际核心管理团队

名字	职务	履历
汀汀	创始人、董事长、总经理	2006 年参加淘宝第一届“商盟盟主大会”；曾获德国红点设计大奖，为国家“万人计划”科技创新领军人才。2020 年，御泥坊品牌营收 12.92 亿元，净利润 0.37 亿元。
木象	董事、水羊国际总经理	曾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。2020 年，水羊国际营收 1.68 亿元，净利润 0.18 亿元。
灵犀	水羊电商常务总经理	在中国市场带领城野医生 3 年实现从 0 到 5 亿的销售规模

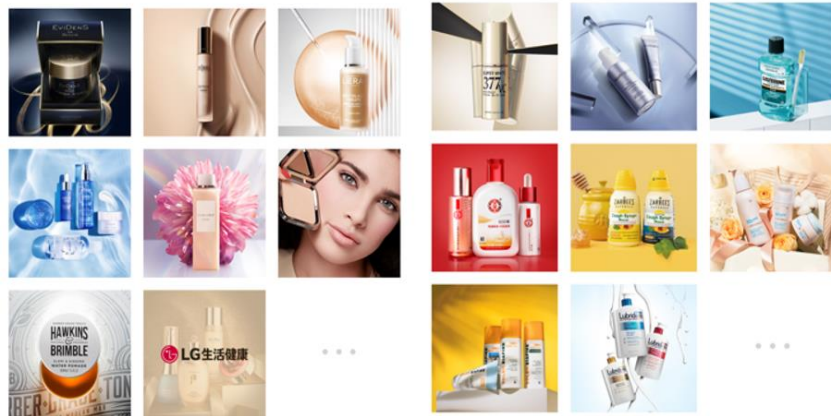
资料来源：公司年报，中银证券

全面承接国际品牌代理，未来空间宽广。得益于公司城野医生在国内市场取得的巨大成功和后续不断展现出的强品牌代运营能力，2019 年开始公司承接强生旗下品牌国内业务，截至目前已有代运营旗下超过 16 个品牌，公司在帮助强生旗下品牌实现线上销售提价的同时，依然实现销售同比增长。根据强生公司 2021 上半年财报，强生公司 2021H1 收入 456 亿美元，旗下主要品牌在中国市场营收增速较快，规模已超 50 亿元。此外，公司与其他国际品牌合作代理业务也处于快速扩张过程中。**预计国际品牌的全方位合作能给公司的未来增长带来更大发展空间。**

图表 43. 截至目前水羊股份全面承接多个国际品牌代理业务

合作的其他海外品牌

强生集团旗下品牌合作



资料来源：水羊国际官网，中银证券

4.3 双平台合作，良性循环向上

与国际品牌的合作能够反哺自有品牌，利好自有品牌的品牌升级。国际品牌凭借较强的品牌力，在美妆品牌中名列前茅：从细分市场来看，截至 2020 年，高端化妆品品牌市场前三的公司为兰蔻、雅诗兰黛和迪奥，占有率为 8.4%/7.6%/4.3%；大众化妆品市场排名前三的公司为欧莱雅、百雀羚和 Olay，占有率为 7.0%/3.9%/3.3%。由此可见在品牌力方面，国内品牌仍有很大的发展空间。通过合作模式，公司能够有望更深入得学习国际化妆品公司的管理运营，对于打造旗下品牌的品牌力大有裨益。

图表 44. 高端市场和大众市场前三品牌份额情况

分类	2017	份额	2018	份额	2019	份额	2020	份额
高端市场前三品牌	兰蔻	6.5%	兰蔻	6.9%	兰蔻	7.5%	兰蔻	8.4%
	雅诗兰黛	5.8%	雅诗兰黛	6.2%	雅诗兰黛	6.7%	雅诗兰黛	7.6%
	迪奥	4.5%	迪奥	4.9%	迪奥	4.8%	迪奥	4.3%
大众市场前三品牌	欧莱雅	5.3%	欧莱雅	5.5%	欧莱雅	6.2%	欧莱雅	7.0%
	百雀羚	3.5%	百雀羚	3.7%	百雀羚	3.9%	百雀羚	3.9%
	海飞丝	3.2%	自然堂	2.9%	Olay	3.2%	Olay	3.3%

资料来源：欧睿数据，中银证券

而自有品牌运营持续向上，也利好代运营业务的不断拓展。随着公司自有品牌的持续升级，运营不断向上，公司能够接触到更多资源，也为其进一步提升国际品牌的代运营奠定了基础，有望推动未来国际品牌代运营业务的更上一层楼。

5. 盈利预测与投资建议

■ 盈利预测

我们通过分品类拆分进行未来收入情况预测：

1) 贴式面膜：

因行业竞争较为剧烈，预计未来保持较低增速，对应得到 2021-2023 年贴式面膜收入为 10.21/10.92/11.47 亿元，同比增速分别为 7.50%/7.00%/5.00%。

2) 非贴式面膜：

非贴式面膜已形成自有品牌为核心的增长模式，品牌影响力持续增强，预计未来仍将保持较高增速，对应得到 2021-2023 年非贴式面膜收入为 9.20/13.06/17.90 亿元，同比增速分别为 55.00%/42.00%/37.00%。

3) 水乳膏霜：

在代理品牌的作用和公司产品结构调整下，预计水乳膏霜未来收入持续较快增长，对应得到 2021-2023 年收入分别为 26.78/35.35/46.30 亿元，同比增速分别为 40.00%/32.00%/31.00%。

4) 品牌服务管理：

品牌服务管理快速增长，随着代理品牌业务扩张与品牌管理和电商运营能力日趋成熟，预计未来收入将保持高速增长，对应得到 2021-2023 年品牌服务管理收入分别为 4.00/6.24/9.36 亿元，同比增速分别为 60.00%/56.00%/50.00%。

综合以上，2021-2023 年公司总收入为 50.24/65.60/85.05 亿元，对应增速分别为 35.22%/30.59%/29.64%。

图表 45. 公司收入拆分表（亿元）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入	24.12	37.15	50.24	65.60	85.05
yoy	7.43%	54.02%	35.22%	30.59%	29.64%
贴式面膜	9.00	9.50	10.21	10.92	11.47
yoy	-27.39%	5.52%	7.50%	7.00%	5.00%
非贴式面膜	2.30	5.94	9.20	13.06	17.90
yoy	88.34%	157.68%	55.00%	42.00%	37.00%
水乳膏霜	11.13	19.13	26.78	35.35	46.30
yoy	32.27%	71.92%	40.00%	32.00%	31.00%
品牌服务管理	1.52	2.50	4.00	6.24	9.36
yoy		64.94%	60.00%	56.00%	50.00%

资料来源：万得，中银证券

毛利率：随着公司产品逐步拓展和升级，未来毛利率将稳中有升，预计 2021-2023 年公司毛利率分别为 49.31%/49.97%/51.17%。

费用率：预计公司维持较强的整体费用管控能力，品牌营销、研发投入保持稳定，预计 2021-2023 年公司销售费率为 37.30%/37.19%/37.15%，管理费用率将达到 4.16%/4.22%/4.22%，研发费用率将达到 1.40%/1.31%/1.29%。

综合，预计公司 2021-2023 年营收分别为 50.24/65.60/85.05 亿元，同比增长为 35.22%/30.59%/29.64%；归母净利润为 2.41/3.75/5.81 亿元，同比增长 72%/56%/55%。

图表 46. 公司盈利预测的主要假设 (收入单位: 亿元)

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入	24.12	37.15	50.24	65.60	85.05
yoy	7.43%	54.02%	35.22%	30.59%	29.64%
毛利率	51.05%	49.20%	49.31%	49.97%	51.17%
费用率	49.80%	44.18%	43.56%	43.12%	43.06%
销售费用	43.15%	38.71%	37.30%	37.19%	37.15%
管理费用	4.26%	3.27%	4.16%	4.22%	4.22%
研发费用	1.82%	1.28%	1.40%	1.31%	1.29%
财务费用	0.58%	0.92%	0.70%	0.40%	0.40%
营业利润率	0.78%	4.29%	5.40%	6.52%	7.75%
所得税率	-11.42%	13.25%	15.00%	14.40%	13.70%
归母净利润	0.27	1.40	2.41	3.75	5.81
yoy	-79.17%	415.13%	71.82%	55.75%	54.90%
净利润率	1.13%	3.78%	4.80%	5.72%	6.84%

资料来源: 万得, 中银证券

■ 估值讨论

我们选取国内化妆品龙头企业珀莱雅和上海家化为公司的可比公司; 此外, 因公司部分收入源于代理业务贡献, 我们选取品牌代运营区域壹网壹创作为对标。当前市场对应公司 2021 年估值为 30 倍, 对比所选标的公司估值, 同时考虑到具有较强线上布局能力和品牌代运营能力, 未来有望持续向上, 首次覆盖予以“增持”评级。

图表 47. 公司 PE 估值表 (净利润单位: 亿元)

公司名称	公司代码	收盘价	归母净利润			归母净利润增速			PE		
			21E	22E	23E	21E	22E	23E	21E	22E	23E
水羊股份	300740.SZ	17.83	2.41	3.75	5.81	71.82%	55.75%	54.90%	30.41	19.53	12.61
上海家化	600315.SH	44.88	5.28	7.95	10.64	22.76%	50.53%	33.82%	57.75	38.37	28.67
珀莱雅	603605.SH	205.49	6.04	7.49	9.13	26.89%	24.01%	21.90%	68.42	55.18	45.27
壹网壹创	300792.SZ	55.75	4.03	5.17	6.40	29.83%	28.53%	23.75%	33.06	25.72	20.78

资料来源: Wind, 中银证券, 水羊采用预测数据, 其余公司盈利预测均来自万得预期。

注: 数据日期为截止 2021 年 11 月 8 日

风险提示

新品拓展不及预期：公司通过不断推出新品的方式拓展自身业务版图，若新品研发受阻，新品推出速度放缓，将对公司的自主品牌业务增长有一定影响。

与国际品牌合作受阻：公司代运营业务贡献公司部分收入，若与国际品牌合作受阻，对公司收入增长有一定影响。

行业竞争加剧：若公司业务所处行业竞争进一步加剧，将对公司市场份额有影响，进一步影响公司未来发展。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	2,412	3,715	5,024	6,560	8,505
销售成本	(1,181)	(1,887)	(2,547)	(3,282)	(4,153)
经营费用	(1,180)	(1,604)	(2,168)	(2,817)	(3,647)
息税折旧前利润	52	224	309	461	704
折旧及摊销	(19)	(21)	(8)	(14)	(16)
经营利润(息税前利润)	33	203	302	447	689
净利息收入/(费用)	20	44	52	56	79
其他收益/(损失)	28	20	45	59	79
税前利润	23	159	280	432	664
所得税	3	(21)	(42)	(62)	(91)
少数股东权益	(2)	(2)	(3)	(6)	(9)
净利润	27	140	241	375	581
核心净利润	27	140	242	376	582
每股收益(人民币)	0.066	0.341	0.586	0.913	1.414
核心每股收益(人民币)	0.066	0.341	0.590	0.915	1.416
每股股息(人民币)	0.289	0.352	0.173	0.275	0.427
收入增长(%)	7	54	35	31	30
息税前利润增长(%)	(78)	522	48	48	54
息税折旧前利润增长(%)	(68)	333	38	49	53
每股收益增长(%)	(86)	415	72	56	55
核心每股收益增长(%)	(86)	415	73	55	55

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	23	159	280	432	664
折旧与摊销	19	21	8	14	16
净利息费用	(14)	(34)	(35)	(26)	(34)
运营资本变动	0	0	0	0	0
税金	3	(21)	(42)	(62)	(91)
其他经营现金流	(240)	6	(78)	(184)	(371)
经营活动产生的现金流	(209)	131	133	173	184
购买固定资产净值	(19)	(210)	(110)	(113)	(145)
投资减少/增加	180	36	339	303	258
其他投资现金流	1	0	0	0	0
投资活动产生的现金流	162	(175)	229	190	113
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	106	80	265	189	263
支付股息	(6)	(10)	(71)	(129)	(229)
其他融资现金流	(226)	47	(342)	(346)	(359)
融资活动产生的现金流	(125)	116	(149)	(286)	(325)
现金变动	(101)	98	82	77	(28)
期初现金	463	362	460	542	619
公司自由现金流	(41)	(34)	379	393	342
权益自由现金流	63	43	639	575	594

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	498	510	592	669	641
应收帐款	210	337	429	494	611
库存	738	696	1,028	1,150	1,560
其他流动资产	44	77	85	93	102
流动资产总计	1,490	1,620	2,134	2,406	2,915
固定资产	108	104	131	154	183
无形资产	74	72	58	56	54
其他长期资产	133	325	347	379	413
长期资产总计	353	553	589	646	708
总资产	1,843	2,173	2,723	3,052	3,623
应付帐款	445	549	873	870	968
短期债务	152	260	332	420	544
其他流动负债	5	13	0	0	0
流动负债总计	602	822	1,204	1,289	1,513
长期借款	24	0	0	0	0
其他长期负债	2	0	0	0	0
股本	411	411	411	411	411
储备	807	942	1,110	1,354	1,702
股东权益	1,218	1,353	1,522	1,765	2,113
少数股东权益	(2)	(4)	(4)	(4)	(4)
总负债及权益	1,843	2,173	2,723	3,052	3,623
每股帐面价值(人民币)	2.96	3.29	3.70	4.29	5.14
每股有形资产(人民币)	2.77	3.10	3.53	4.11	4.94
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.45)	(0.49)	(0.51)	(0.48)	(0.11)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	2.1	6.0	6.2	7.0	8.3
息税前利润率(%)	1.4	8.1	8.9	6.8	8.1
税前利润率(%)	0.9	4.3	5.6	6.6	7.8
净利率(%)	1.1	3.8	4.8	5.7	6.8
流动性					
流动比率(倍)	2.5	2.0	1.8	1.9	1.9
利息覆盖率(倍)	17.9	131.7	111.5	65.1	65.4
速动比率(倍)	1.3	1.1	0.9	1.0	0.9
估值					
市盈率(倍)	264.1	51.3	29.8	19.2	12.4
核心业务市盈率(倍)	264.1	51.3	29.7	19.1	12.4
市净率(倍)	5.9	5.3	4.7	4.1	3.4
价格/现金流(倍)	(34.4)	55.0	54.2	41.5	39.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	135.3	31.2	22.6	15.2	10.1
周转率					
存货周转天数	179.8	110.3	113.0	112.4	106.8
应收帐款周转天数	16.3	16.8	16.1	13.8	13.1
应付帐款周转天数	33.7	27.0	31.7	24.2	20.8
回报率					
股息支付率(%)	436.1	103.2	29.4	30.1	30.2
净资产收益率(%)	4.5	20.7	31.7	42.5	55.0
资产收益率(%)	3.5	16.1	18.8	25.1	32.8
已运用资本收益率(%)	1.0	n.a.	6.5	8.6	11.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371