

➤ **“自有品牌+代理品牌”双轮驱动，盈利能力逐渐提升。**公司是以自主品牌为核心的“互联网+美妆”企业，依托互联网创立，并逐步发展起来。旗下拥有御泥坊、小迷糊、大水滴、花瑶花、御 MEN、HPH 等多个自主品牌。同时，与强生集团达成深度战略合作，全面承接强生中国的电商业务，并设有独立开放平台“水羊国际”，代理了城野医生、KIKO、Lumene 等国际知名品牌。独特的“自有品牌+代理品牌”模式，使得公司能够覆盖多种消费人群。2014-2021 年，公司营收从 4.31 亿元增长至 50.10 亿元，7 年 CAGR 为 41.97%，归母净利润从 0.37 亿元增长至 2.36 亿元，7 年 CAGR 为 30.30%。2021 年公司毛利率、净利率双升，分别从 49.20%/3.72% 提升 2.86/0.98pct 至 52.07%/4.70%，盈利能力显著提升。

➤ **多个代理品牌出圈，品牌打造能力在线。**公司自 2015 年开始进行代理品牌业务，主要客户为国际品牌。2018 年公司推出了独立开放平台“水羊国际”，为海外美妆品牌进入中国市场提供一揽子解决方案，覆盖全渠道。2021 年“618”和“双 11”期间，城野医生 377 销售额排名天猫国际美妆精华 TOP1，2021 年露得清“A 醇”位居天猫 A 醇销量 TOP1，公司打造品牌和爆品的能力持续在线；截至 2022 年 7 月，水羊国际已服务超过 30 个优质海外品牌。

➤ **收购低估值品牌伊菲丹，有望增厚公司利润。**7 月 18 日，公司拟以 4,950 万欧元购买 Kazokou SAS 及 Orsay 53 SAS 合计持有的伊菲丹品牌 90.05% 的股权以及 500 万欧元的债权，约合人民币 3.35 亿元。2021 年伊菲丹的营收、归母净利润分别为 1972.65 万欧元、549.23 万欧元，收购时的 PE 约为 9x，相比其他外资品牌估值较低。2021 年伊菲丹净利率为 27.84%，高于公司的净利率，新品牌的加入有望提升公司盈利能力。

➤ **伊菲丹补全公司的高端市场空缺，同时凭借高端渠道赋能公司。**EDB 品牌创立于 2007 年，专注敏感肌抗衰，主打产品为面膜，客单价在千元以上。2019 年正式入驻中国，由水羊国际代理中国市场运营，2020 年在中国市场销售增长 700% 以上。2022 年 7 月，公司正式收购伊菲丹，把握美护消费升级趋势，补全高端护肤市场空缺。收购完成后，公司的品牌矩阵进一步完善，品牌之间的价格梯度明晰，能够覆盖更广阔的消费人群。此外，伊菲丹在北京和西安的 SKP、丝芙兰、免税店、高端百货、航空渠道已有较好的基础，且在全球 30 多个国家拥有代理商，未来伊菲丹能够凭借成熟的高端渠道赋能于公司。

➤ **投资建议：**在消费整体疲软的背景下，化妆品行业整体仍具增长韧性，从社零数据亦可见，美妆板块相较其他可选消费更加稳定，疫后恢复较快，公司所处赛道仍有整体增量。此外，在收购标的伊菲丹并表后，有望增厚公司利润，提升公司的盈利能力。未来，公司将继续凭借独特的“自有品牌+代理品牌”商业模式，完善品牌矩阵，覆盖更广阔的消费人群，我们看好公司的业绩成长性，预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 3.42/4.87/6.71 亿元，yoy 分别为 44.68%/42.52%/37.57%。首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**业务难以协同，营销模式无法顺应市场变化，新冠疫情反复，收购进展不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	5010	6592	8469	10605
增长率 (%)	34.9	31.6	28.5	25.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	236	342	487	671
增长率 (%)	68.5	44.7	42.5	37.6
每股收益 (元)	0.57	0.83	1.18	1.63
PE	29	20	14	10
PB	4.3	3.6	2.9	2.2

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2022 年 8 月 2 日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格:

16.89 元



分析师 **刘文正**

执业证书: S0100521100009

电话: 13122831967

邮箱: liuwenzheng@mszq.com

目录

1 “自有品牌+代理品牌”双轮驱动，业绩稳步增长	3
1.1 公司概况：以自主品牌为核心的“互联网+美妆”企业.....	3
1.2 财务分析：营收与利润稳步增长，水乳膏霜量速双高.....	6
2 收购法国高端品牌伊菲丹，完善品牌矩阵+赋能线下渠道	8
3 盈利预测与投资建议	10
3.1 盈利预测假设与业务拆分	10
3.2 估值分析	13
3.3 投资建议	14
4 风险提示	15
插图目录	17
表格目录	17

1 “自有品牌+代理品牌”双轮驱动，业绩稳步增长

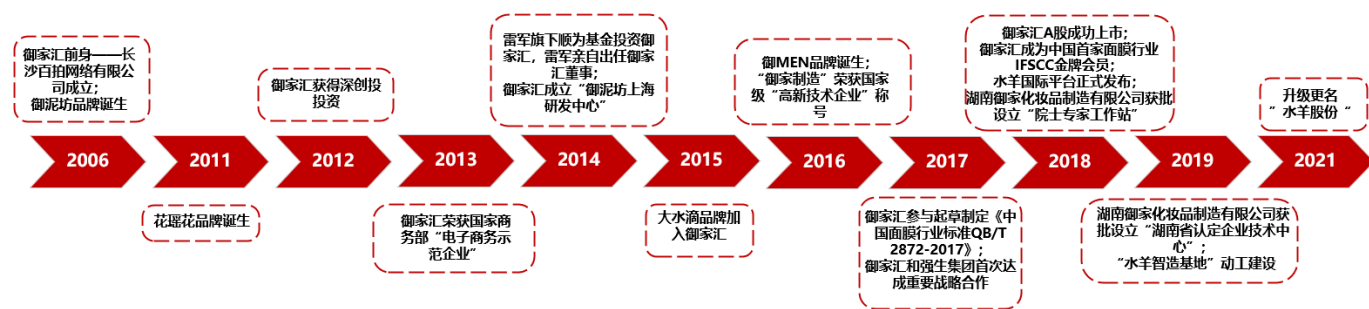
1.1 公司概况：以自主品牌为核心的“互联网+美妆”企业

公司是以自主品牌为核心的“互联网+美妆”企业。公司依托互联网创立，并逐步发展起来，是中国 A 股首家 IPO 电商上市公司。旗下拥有御泥坊、小迷糊、大水滴、花瑶花、御 MEN、HPH 等多个自主品牌。同时，与强生集团达成深度合作，全面承接强生中国的电商业务，并设有独立开放平台“水羊国际”，代理了城野医生、EviDens、KIKO、Lumene 等国际知名品牌。水羊股份已形成丰富的产品矩阵，包括水乳膏霜、彩妆、婴儿洗护、香水、抗菌洗手液、生发药剂等，线上、线下销售渠道布局完善。

在研发赋能产品、数字赋能组织的双科技赋能下，参与了 12 项国家行业标准制定，有 4000 多项质量管理流程和内部标准，申请了超过 200 项国家专利，已研发 10 种独有原料，将建成全球单体最大、智能化程度最高、最具互联网开放体验属性的面膜生产基地。组织已率先走过电商化、在线化，进入数据化、智能化阶段，拥有超过 5800 万消费者，支持千万级日订单处理能力，科技赋能产品，数据赋能组织的基因已经深入骨髓。

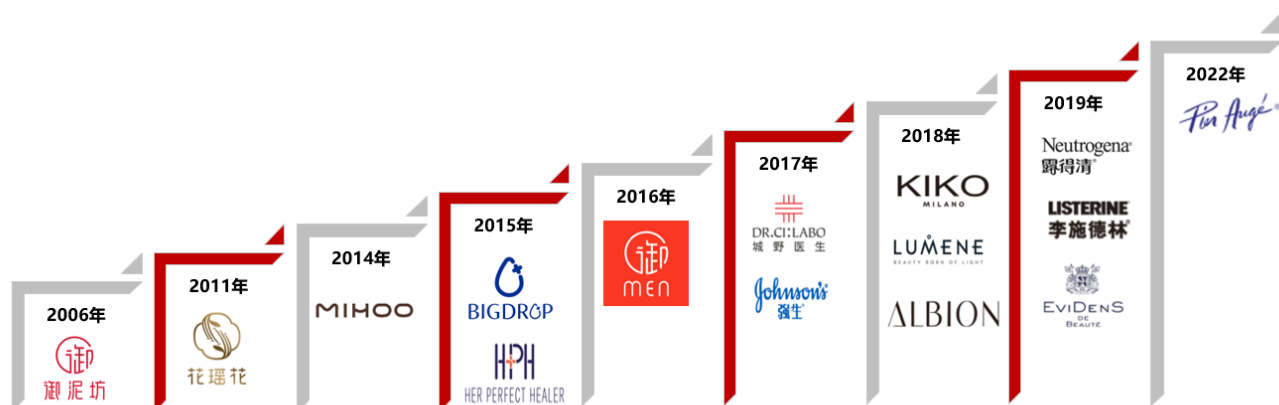
在研发质量方面，获评“省长质量奖提名奖”，被认定为“国家高新技术企业”、“省级企业技术中心”；产品检测中心获中国合格评定国家认可委员会（CNAS）评定。在数字赋能方面，先后获评“全国电子商务示范企业”、“全国首批数字商务企业”、“湖南省移动互联网重点企业”等荣誉。

图1：公司发展历程



资料来源：wind，民生证券研究院

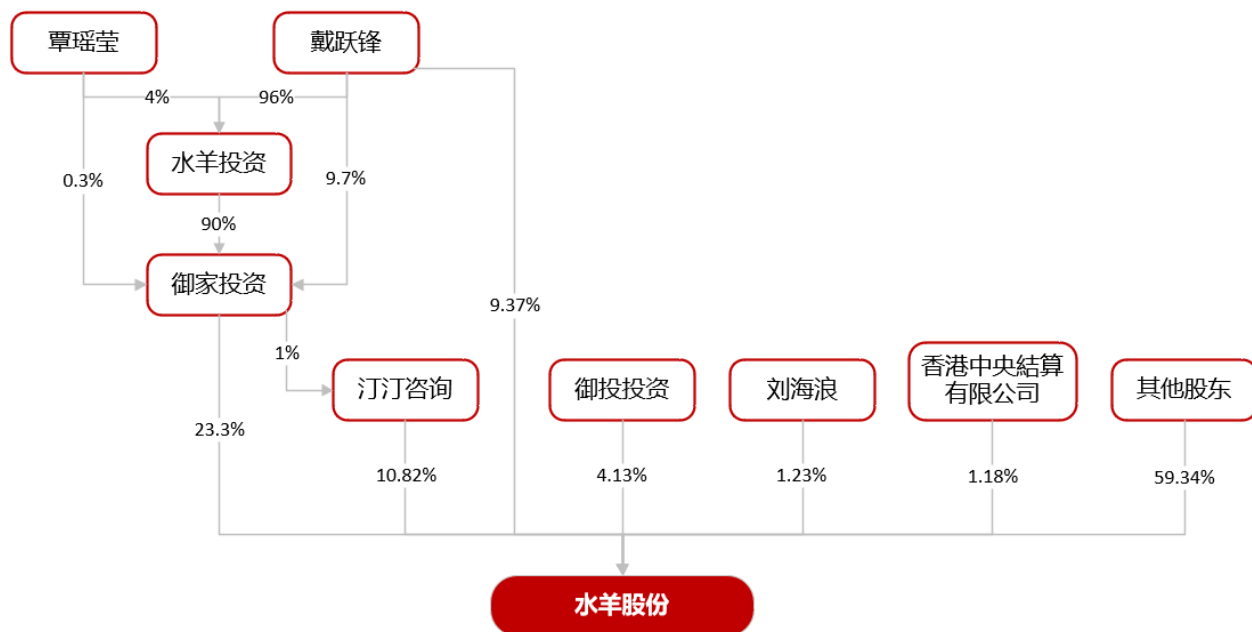
图2：公司自有品牌成立&代理品牌合作时间轴



资料来源：wind，民生证券研究院

公司持股集中，有助于提高决策效率。戴跃锋夫妇为公司实控人，通过直接及间接方式持有累计持有公司 42.12%股本。公司前十大股东持股比例达 52.89%。公司第一大股东为湖南御家投资管理有限公司，持股比例达 23.3%；第二大股东为长沙汀汀企业管理咨询合伙企业(有限合伙)，持股比例为 10.82%。

图3：股权结构图



资料来源：wind，民生证券研究院
注：股权结构截至 2022 年 7 月 18 日

年轻的团队紧跟“Z世代”潮流。公司具有年轻的管理层，整体员工平均年龄不超过30岁，是美妆行业为数不多拥有多年数字化运营经验的团队，公司组织已率先通过电商化、在线化阶段，进入到数据化、智能化阶段。

表1：董事会成员

姓名	出生日期	任职职位及时间	个人背景
戴跃锋	1982年	现任公司董事长兼总经理。	中国国籍，水羊股份创始人及实际控制人。
黄晨泽	1990年	2019年9月至今任公司董事。	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。
陈喆	1984年	2014年12月至今任公司董事。	硕士研究生。历任淘宝中国软件有限公司软件工程师、湖南御家汇网络科技有限公司运营总监、水羊股份战略拓展事业部运营总监，现任水羊国际总经理，
张虎儿	1986年	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。	硕士研究生。历任湖南御家汇网络科技有限公司供应链部部长、水羊股份供应链管理部部长。
陈爱文	1963年	2016年9月至今任公司独立董事。	硕士研究生。；历任中国证监会长沙特派员办事处副主任科员、主任科员；大湖水殖股份有限公司财务总监；中国证监会湖南监管局副处长、处长
杜晶	1974年	2016年9月至今任公司独立董事。	博士研究生。曾任湖南大学数学与计量经济学院会计学讲师、现任湖南大学工商管理学院会计学副教授，
胡硕	1979年	2016年9月至今任公司独立董事。	博士研究生。曾任湖南省图维依动科技有限公司运营总监。现任湖南友谊阿波罗商业股份有限公司董事、总裁。

资料来源：wind，民生证券研究院；

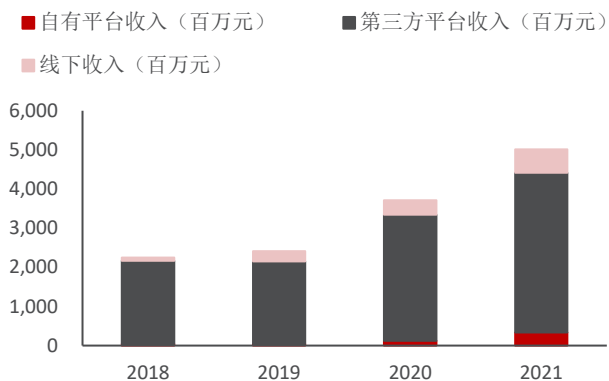
表2：公司前十大股东

股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例(%)
湖南御家投资管理有限公司	9590	23.30
长沙汀汀企业管理咨询合伙企业(有限合伙)	4452	10.82
戴跃锋	3859	9.37
长沙御投投资管理合伙企业(有限合伙)	1699	4.13
刘海浪	505	1.23
香港中央结算有限公司	484	1.18
长沙御投参号企业管理咨询合伙企业(有限合伙)	339	0.82
恒识辰瀚1期私募证券投资基金	293	0.71
前海股权投资基金(有限合伙)	285	0.69
戴开波	263	0.64
合计	21769	52.89

资料来源：wind，民生证券研究院；

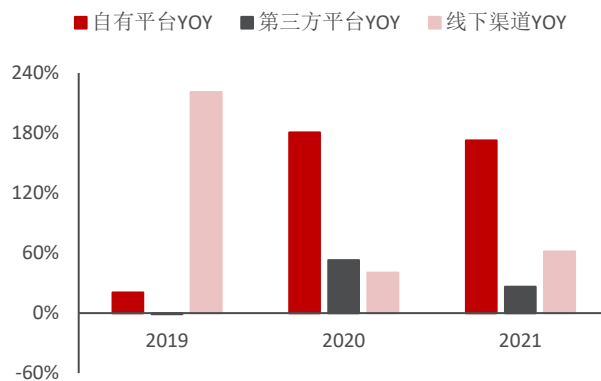
公司的渠道包括线上自有平台和三方平台，以及线下渠道。自有平台包括直营商城“御泥坊-官方直营商城”、“水羊潮妆”，以及分销平台“水羊直供”。2021年“水羊潮妆”新增用户超千万，成交订单数同比增长80%。分销渠道“水羊直供”同比增长129.55%，B端合作营收同比增长438.8%。三方平台主要包括天猫、淘宝、京东、唯品会、抖店、拼多多、快手等互联网电商平台。

图4: 各渠道收入: 第三方平台收入占比最高



资料来源: wind, 民生证券研究院

图5: 各渠道同比增速变化: 自有平台增速最高

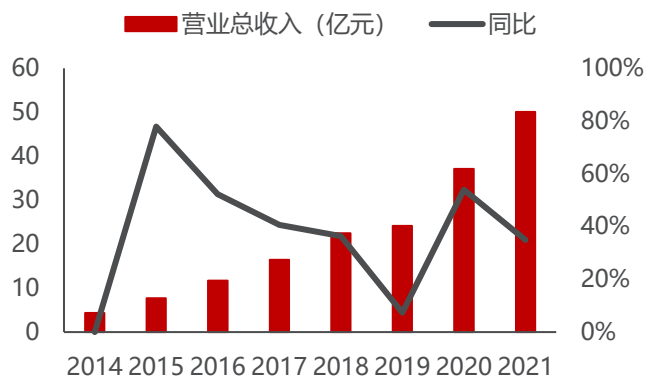


资料来源: wind, 民生证券研究院

1.2 财务分析: 营收与利润稳步增长, 水乳膏霜量速双高

营收与利润稳步增长。公司2021年营业总收入50.10亿元,同比增长34.86%;2021年归母净利润2.36亿元,同比增长68.54%。公司2022年Q1营业总收入10.46亿元,同比增长27.96%;2022年Q1归母净利润0.42亿元,同比增长36.10%。21年营业收入、净利润以及归属于上市公司股东的净利润增长的主要原因是公司自有品牌持续增长,代理业务亦增长较快;同时,公司产品结构改善提升毛利水平,公司盈利能力提升,公司经营情况积极向好。

图6: 公司营业总收入及增速



资料来源: wind, 民生证券研究院

图7: 公司归母净利润及增速

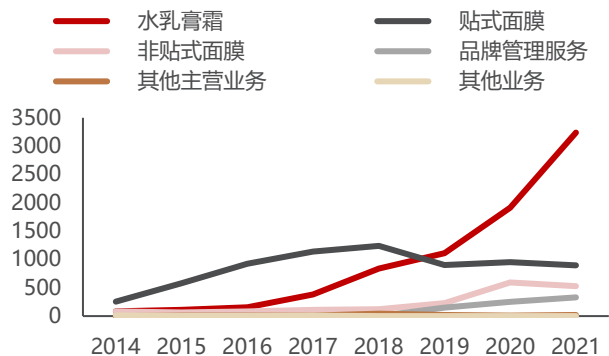


资料来源: wind, 民生证券研究院

毛利率为同行业较低水平, 未来有望通过产品结构改善提升毛利率。分产品看, 水乳膏霜量速双高。公司的主要产品为水乳膏霜、贴式面膜以及非贴式面膜, 2021年收入分别为32.39/8.95/5.26亿元, 同比变化69.33%/-5.71%/-11.36%, 占比64.64%/17.87%/10.50%, 毛利率42.71%/58.38%/73.12%。其中水乳膏霜贡献

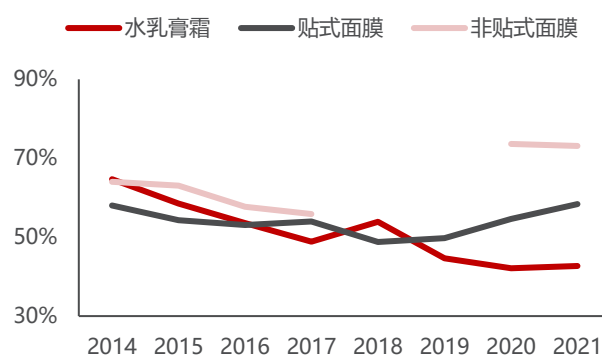
最多收入，并且增速极快，非贴式面膜的毛利率最高，未来有望通过产品的结构优化来提升毛利率。

图8：公司分产品收入（百万元）



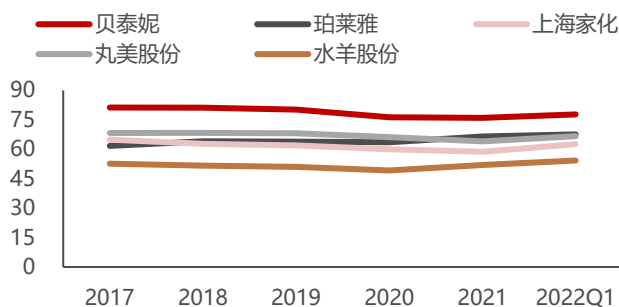
资料来源：wind，民生证券研究院

图9：公司分产品毛利率



资料来源：wind，民生证券研究院

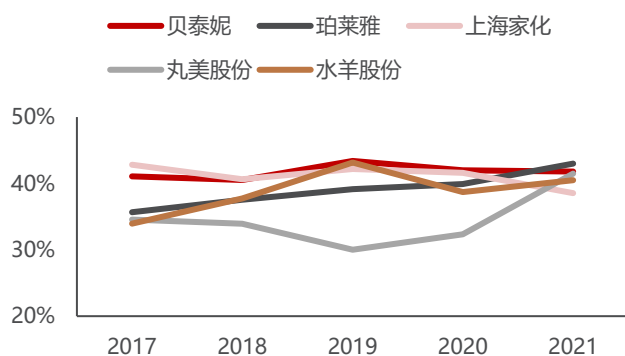
图10：水羊股份与可比公司毛利率对比



资料来源：wind，民生证券研究院

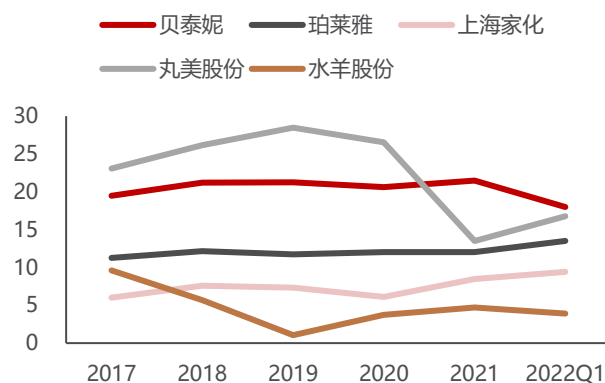
销售费用率与国内龙头齐平，注重平台推广服务。水羊股份 2021 年销售费用率为 40.50%，与国内龙头的销售费用率比较接近，2021 年销售费用总共为 20.29 亿元，其中最主要的平台推广服务费为 9.94 亿元，品牌宣传费为 4.41 亿元。

图11：水羊股份与可比公司销售费用率对比



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：水羊股份与可比公司净利率对比



资料来源：wind，民生证券研究院

2 收购法国高端品牌伊菲丹，完善品牌矩阵+赋能线下渠道

7月18日，公司拟以4,450万欧元购买 Kazokou SAS 及 Orsay 53 SAS 合计持有的伊菲丹品牌 90.05%的股权，并以 500 万欧元平价购买原股东持有的标的公司年初已宣派但未支付的股利形成的债权，本次交易金额合计 4,950 万欧元，约合人民币 3.35 亿元。

伊菲丹定位高端抗衰护肤，2019 年与公司合作登陆中国市场。

1) **品牌概况**：伊菲丹品牌创立于 2007 年，是结合了日法美肤工艺的高端护肤品牌，是专为敏感肌研发的抗衰品牌。

2) **产品**：涵盖卸妆、洁面、面霜、精华、面膜等日常全品类护肤产品。

3) **渠道布局**：EDB 具备全球化的供应链和销售渠道，在欧洲、美国、日本、韩国、泰国等超过 30 个国家和地区均有销售。特别擅长于高端线下渠道开拓，已入驻巴黎线下 SPA 店、巴黎老佛爷百货、瑰丽酒店以及 Tsum (莫斯科中央百货)、King Power (泰国皇权)、Harrods (英国哈洛德百货)、中国 SKP 众多顶级市场，全球终端零售额超 5 亿人民币。

4) **合作关系**：2019 年，EviDenS de Beauté正式登陆中国市场，水羊股份成为其在中国独家合作伙伴，2020 年在中国市场销售增长 700%以上。双方合作以来，EviDenS de Beauté在中国美妆市场打开了知名度，在消费者当中积累了较高的美誉度，品牌营收规模实现了较大增长。2021 年 EDB 在国内全渠道加速发展，进入国内线下渠道，包括丝芙兰、王府井、joyce beauty 等，并且进入高端百货渠道 SKP 等。

收购标的盈利能力较强，有望增厚公司利润。

1) 2021 年/2022 年 1-5 月，伊菲丹分别实现营收 1972.65/831.36 万欧元，实现净利润 549.23/179.96 万欧元，收购时市盈率为 9x，和可比国际大牌相比，市盈率较低，公司的收购价格合适；品牌净利率分别为 27.84%/21.65%，高于其他可比品牌的净利率，盈利能力较强，此外 2021 年/2022Q1 水羊股份的净利率分别为 4.70%/3.91%，收购伊菲丹有望增厚公司利润，提升公司的净利率水平。

2) 从天猫渠道来看，根据魔镜数据，伊菲丹 2021 年实现 GMV1.51 亿元，/yoy+16.29%，销量 8.89 万件/yoy+4.72%，成交均价为 1695 元；2022 年 H1 实现 GMV2812 万元/yoy-54.57%，销量 1.97 万件/yoy-47.21%，成交均价 1424 元。分品类和产品看，面膜贡献了伊菲丹品牌的主要收入，2021 年天猫旗舰店的面膜 GMV 占比 94.17%，大单品“超级面膜 JOUR”销售额占比为 87.10%，占比较高。

图13: 伊菲丹与可比公司估值对比

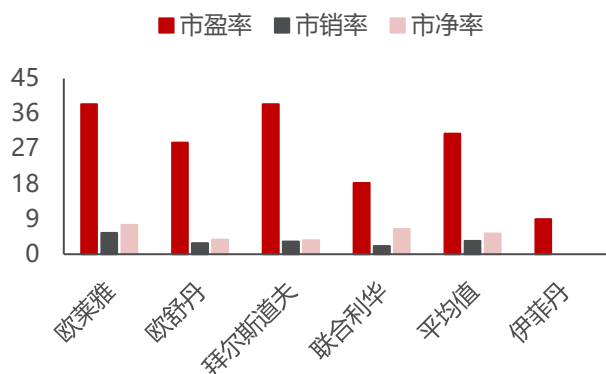
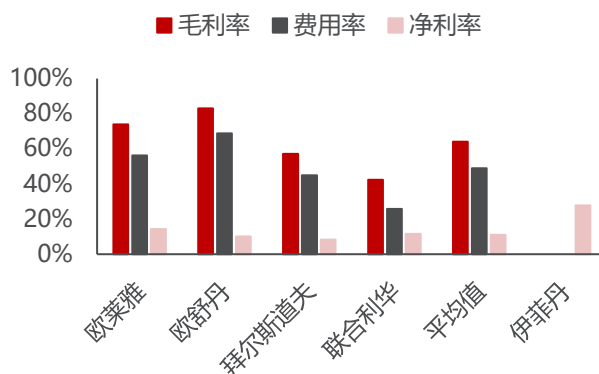


图14: 2021 年伊菲丹与可比公司盈利能力对比



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

注: 除伊菲丹市盈率, 其他各项指标为以 2022 年 6 月 30 日当日市值测算的静态比率

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

补全公司高端市场空缺, 把握美护消费升级趋势。本次收购完成后, 标的公司伊菲丹将纳入公司合并报表范围。标的公司创始人仍持有少数股份, 并计划继续担任标的公司法人, 其原团队继续保留, 收购后将持续保持独立经营。本次交易符合公司的整体战略, 对于丰富公司品牌矩阵及产品体系有较大意义。收购完成后, 公司的自有品牌矩阵包括小迷糊、大水滴、御泥坊、御 MEN、花瑶花、VAA、HPH、伊菲丹, 代理品牌包括城野医生、KIKO, 品牌之间的价格梯度明晰, 能够覆盖更广阔的消费人群。

凭借高端线下渠道赋能公司。EDB 在全球顶级的渠道优势将借助到公司, 而不仅仅是单一品牌。EDB 目前在国内的线下渠道包括北京和西安的 SKP、丝芙兰、免税店、高端百货、航空渠道等, 在这些渠道均获得了不错的销售额。同时, EDB 在全球的 30 个国家有代理商, 未来将通过沟通和嫁接这些代理商的销售网络去匹配公司的相应的品牌。

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测假设与业务拆分

3.1.1 水羊部分

我们按照①不同产品的拆分、②渠道的拆分、③按地区收入拆分，三种收入拆分方式取平均值，作为水羊部分的收入估算。

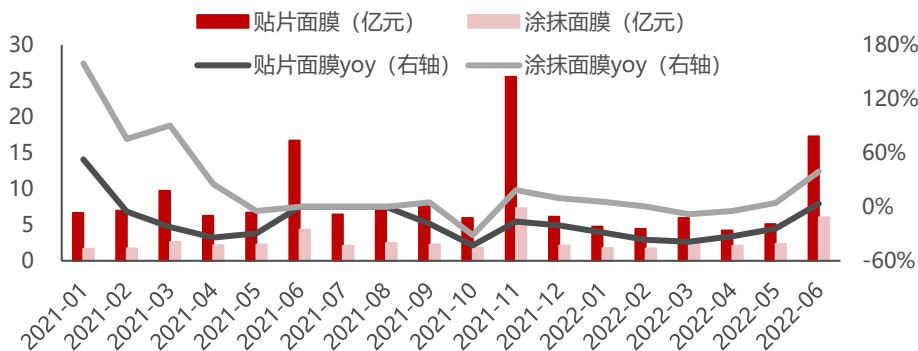
1) 按产品类型分类：

①**水乳膏霜：核心假设为增速快于贴式面膜，收入占比逐渐提升。**2014-2019年，公司的水乳膏霜的收入占比从19%上升至65%，参考魔镜数据的天猫旗舰店数据，2022H1 御泥坊、小迷糊、大水滴的水乳膏霜的收入占比分别为33.5%/44.6%/93.9%，公司新锐品牌中的占比更高。我们预计水乳膏霜在公司收入的占比会逐渐提升，2022-2024年，水乳膏霜为三大护肤品类中增速较高的品类，增速分别为35%/29%/27%。

②**贴式面膜：核心假设为增速放缓，收入占比低于非贴式面膜。**国内面膜行业的市场集中度较低，产品竞争较为激烈。以阿里平台涂抹面膜产品的品牌集中度来看，2020年，阿里平台涂抹面膜排名前4的品牌份额合计21%，排名前8的品牌份额合计为29.4%，市场集中度较低。由于竞争激烈，且技术难度较低，市场较为成熟，因此我们假设，2022-2024年，贴式面膜的增速放缓，分别为5%/3%/2%。

③**非贴式面膜：核心假设为，收购伊菲丹后该品类增速提升，收入占比逐渐超过贴式面膜。**近年来非贴式面膜消费增长显著，多数品牌都开始布局涂抹式面膜。根据魔镜数据，2021年1月-2022年6月，天猫旗舰店涂抹面膜的增速明显超过贴式面膜。此外，公司在今年7月收购的伊菲丹主打涂抹式面膜。基于行业的增速差异，以及考虑到收购标的的赋能等因素，我们预计2022-2024年，非贴式面膜的增速将为三大护肤品类中最高的品类，增速分别为30%/35%/40%。

图15：天猫旗舰店涂抹面膜 GMV 同比增速超过贴片面膜



资料来源：魔镜数据，民生证券研究院

2) 按渠道拆分

①**自有平台**: 2021年“水羊潮妆”新增用户超千万,成交订单数同比增长80%。分销渠道“水羊直供”同比增长129.55%,B端合作营收同比增长438.8%。基于以上背景,以及自有平台的基数较低,占比较小,我们预计2022-2024年自有平台仍可以保持较高的增速,增速分别为100%/100%/60%。

②**第三方平台**:直播电商的兴起给电商平台注入新动力,我们预计2022-2024年公司三方平台的增速分别为30%/25%/20%。

3) 按地区拆分

由于海外收入的基数较小,假设海外地区的收入增速高于国内,且2022年上半年国内受疫情影响较明显,因此假设国内收入占比下降,但23、24年逐渐提升。

4) 将上述三种拆分方式测算的收入取平均数,我们预计22-24年公司总收入为65.92/84.69/106.05亿元,同比增长31.58%/28.48%/25.21%。

表3: 2022E-2024E 水羊营业收入拆分及预测

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	5,010.12	6,592.11	8,469.46	10,604.57
YOY	34.86%	31.58%	28.48%	25.21%
1.按产品拆分	5,010.12	6511.22	8298.24	10409.87
水乳膏霜				
收入(百万元)	3,238.53	4372.01	5639.89	7162.66
YOY	69.33%	35.00%	29.00%	27.00%
收入占比(%)	64.64%	67.15%	67.96%	68.81%
贴式面膜				
收入(百万元)	895.30	940.07	968.27	997.32
YOY	-5.71%	5.00%	3.00%	3.00%
收入占比(%)	17.87%	14.44%	11.67%	9.58%
非贴式面膜				
收入(百万元)	526.10	683.94	923.31	1292.64
YOY	-11.36%	30.00%	35.00%	40.00%
收入占比(%)	10.50%	10.50%	11.13%	12.42%
品牌管理服务				
收入(百万元)	330.04	495.05	742.58	928.23
YOY	32.01%	50.00%	50.00%	25.00%
收入占比(%)	6.59%	7.60%	8.95%	8.92%
其他业务				
收入(百万元)	20.15	24.18	29.02	34.83
YOY	115.15%	20.00%	20.00%	20.00%
收入占比(%)	0.40%	0.37%	0.35%	0.33%
2.按渠道拆分	5,010.12	6,678.05	8,783.48	10,999.32
自有平台				
收入(百万元)	337.30	674.60	1,349.19	2,158.71
YOY	172.45%	100.00%	100.00%	60.00%

收入占比(%)	6.73%	11.92%	18.58%	27.50%
第三方平台				
收入(百万元)	4,079.37	5,303.18	6,628.97	7,954.77
YOY	26.53%	30.00%	25.00%	20.00%
收入占比(%)	81.42%	75.24%	69.17%	63.65%
线下				
收入(百万元)	593.45	700.28	805.32	885.85
YOY	61.57%	18.00%	15.00%	10.00%
收入占比(%)	11.85%	12.84%	12.25%	8.85%
3.按地区拆分	5,010.12	6587.07	8326.65	10404.52
中国地区				
收入(百万元)	3,712.45	4640.56	5893.51	7484.76
YOY	23.85%	25.00%	27.00%	27.00%
收入占比(%)	74.10%	70.45%	70.78%	71.94%
海外地区				
收入(百万元)	1,297.67	1946.51	2433.14	2919.77
YOY	80.83%	50%	25%	20%
收入占比(%)	25.90%	29.55%	29.22%	28.06%

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测

对于成本和费用, 我们基于以下假设进行估算:

1) 成本: 由于贴式面膜市场竞争激烈, 生产技术更为成熟, 因此假设毛利率上升速度高于水乳膏霜及非贴式面膜。

2) 费用: 假设销售费用率在近两年的收购品牌打造逐渐成熟时, 稳中有降, 管理费用率和研发费用率由于公司对人才及研发的重视, 投入增加。

基于成本和费用的假设, 我们估计 2022-2024 年公司的毛利率为 53%/54%/55%, 归母净利润分别为 3.42/4.87/6.71 亿元, yoy 分别为 44.68%/42.52%/37.57%。

表4: 2022E-2024E 水羊成本费用拆分及业绩预测

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总成本	2,401.55	3,098.29	3,895.95	4,772.06
YOY	27.26%	29.01%	25.75%	22.49%
毛利率	52.07%	53%	54%	55%
营业成本按产品拆分				
水乳膏霜毛利率	42.71%	43.00%	43.50%	44.00%
贴式面膜毛利率	58.38%	60.00%	62.00%	65.00%
非贴式面膜毛利率	73.12%	73.00%	73.50%	74.00%
品牌管理服务毛利率	90.31%	90.80%	87.00%	87.00%
费用及拆分				
销售费用率	40.50%	40.90%	40.80%	40.70%
管理费用率	3.86%	4.00%	4.20%	4.50%
研发费用率	1.32%	1.50%	1.70%	2.00%
净利润				

归母净利润	236.42	342.06	487.28	670.66
YOY	68.5%	44.68%	42.52%	37.57%
净利率	4.72%	5.19%	5.75%	6.32%

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测

3.1.2 伊菲丹部分

根据魔镜数据的天猫旗舰店数据, 伊菲丹 2021 年实现 GMV1.51 亿元, /yoy+16.29%, 销量 8.89 万件/yoy+4.72%, 成交均价为 1695 元; 2022 年 H1 实现 GMV2812 万元/yoy-54.57%, 销量 1.97 万件/yoy-47.21%, 成交均价 1424 元。22H1 受到疫情影响明显, 因此我们假设 2022 年整体增速放缓, 2023-2024 年品牌打造开始逐渐放量, 收入增速 20%/30%。

对净利率的假设为保持稳定, 由于并购后水羊将持有伊菲丹 90% 的股份, 预计归母净利润为 3457/3995/5193 万元。

表5: 2022E-2024E 伊菲丹业绩预测

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	135.21	142.27	170.72	221.94
YOY		5.22%	20%	30%
净利率	27.84%	27%	26%	26%
归母净利润(百万元)	37.64	34.57	39.95	51.93
YOY		2.04%	15.56%	30.00%

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测

注: 收入和净利润以 7 月 18 日人民币兑欧元汇率 1 欧元=6.8542 元人民币计算

3.1.3 测算结果

根据上述测算, 不考虑伊菲丹的备考业绩并表影响: 我们预计 22-24 年公司营收为 65.92/84.69/106.05 亿元, 同比增长 31.58%/28.48%/25.21%; 公司归母净利润分别为 3.42/4.87/6.71 亿元, yoy 分别为 44.68%/42.52%/37.57%。

假设公司在 Q3 季度顺利完成整合, 对水羊的盈利预测和伊菲丹的备考业绩预测进行加总: 根据上述测算, 我们预计 2022-2024 年公司营收分别为 67.34/86.40/108.27 亿元, yoy 分别为 34.42%/28.30%/25.30%; 公司归母净利润分别为 3.77/5.27/7.23 亿元, yoy 分别为 59.30%/54.13%/48.29%。

3.2 估值分析

公司的业务模式为自有品牌生产及销售+代理品牌运营, 因此我们选取了 5 家主要业务为化妆品生产销售或化妆品品牌代运营公司作为可比公司, 分别为上海家化、珀莱雅、丸美股份、贝泰妮、壹网壹创。根据我们已发报告及 wind 一致预期, 2022 年行业可比公司平均 PE 为 43 倍, 而公司 PE 仅 20 倍, 显著低于可比公司。根据我们的盈利预测, 公司 22-24 年归母净利润增速分别达到

44.7%/42.5%/37.6%，2021-2024 年 3 年 CAGR 为 41.67%，当前估值水平较低，具备提升空间。

表6：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
600315.SH	上海家化	33.57	0.96	1.16	1.48	35	29	23
603605.SH	珀莱雅	179.70	2.87	2.62	3.31	63	69	54
603983.SH	丸美股份	23.80	0.62	0.71	0.81	38	34	29
300957.SZ	贝泰妮	192.92	2.04	2.84	3.82	95	68	50
300792.SZ	壹网壹创	26.93	1.37	1.60	1.91	20	17	14
	行业平均值					50	43	34
300740.SZ	水羊股份	16.89	0.57	0.83	1.18	29	20	14

资料来源：wind，民生证券研究院预测；

注：可比公司采用 wind 一致预期，股价时间为 2022 年 8 月 2 日

3.3 投资建议

在消费整体疲软的背景下，化妆品行业整体仍具增长韧性，从社零数据亦可见，美妆板块相较其他可选消费更加稳定，疫后恢复较快，公司所处赛道仍有整体增量。此外，在收购标的伊菲丹并表后，有望增厚公司利润，提升公司的盈利能力。未来，公司将继续凭借独特的“自有品牌+代理品牌”商业模式，完善品牌矩阵，覆盖更广阔的消费人群，我们看好公司的业绩成长性，预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 3.42/4.87/6.71 亿元，yoy 分别为 44.7%/42.5%/37.6%，首次覆盖，给予“推荐”评级。

4 风险提示

- 1) 业务难以协同风险。**公司近日收购了法国伊菲丹品牌，投资了 PA 品牌，如果国际品牌的本土化受挫，将有可能拖累公司业绩。
- 2) 营销模式无法顺应市场变化的风险。**化妆品企业的竞争一定程度上是营销模式的竞争，对时尚的敏锐度和对热点的把握能力，决定了企业能否灵活运用营销方式，进而拥有先发优势。而互联网的高效性也对响应的速度提出了更高的要求。
- 3) 新冠疫情反复。**疫情反复一方面会影响物流、仓储服务，另一方面可能使得生产供应链中断，造成难以供货的后果。
- 4) 收购进展不及预期。**若后续收购标的没有顺利并表，将影响公司的估值。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	5010	6592	8469	10605
营业成本	2402	3098	3896	4772
营业税金及附加	20	29	37	45
销售费用	2029	2696	3456	4316
管理费用	193	264	356	477
研发费用	66	99	144	212
EBIT	303	426	603	812
财务费用	36	28	32	34
资产减值损失	-7	-5	-5	-5
投资收益	12	20	18	27
营业利润	279	403	574	790
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	280	403	574	790
所得税	45	60	86	118
净利润	235	342	488	671
归属于母公司净利润	236	342	487	671
EBITDA	334	488	694	930

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	440	676	1103	1676
应收账款及票据	280	335	405	509
预付款项	120	165	195	244
存货	728	988	1058	1318
其他流动资产	111	114	143	143
流动资产合计	1680	2278	2903	3891
长期股权投资	6	6	6	6
固定资产	106	374	599	790
无形资产	70	69	68	67
非流动资产合计	1065	1265	1452	1622
资产合计	2745	3543	4355	5512
短期借款	523	708	894	1105
应付账款及票据	206	396	437	610
其他流动负债	279	353	446	543
流动负债合计	1008	1458	1777	2258
长期借款	129	129	129	129
其他长期负债	15	15	15	15
非流动负债合计	144	144	144	144
负债合计	1152	1602	1921	2402
股本	412	412	412	412
少数股东权益	-6	-5	-5	-4
股东权益合计	1594	1941	2434	3110
负债和股东权益合计	2745	3543	4355	5512

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	34.86	31.58	28.48	25.21
EBIT 增长率	58.55	40.32	41.71	34.63
净利润增长率	68.54	44.68	42.46	37.63
盈利能力 (%)				
毛利率	52.07	53.00	54.00	55.00
净利润率	4.72	5.19	5.75	6.32
总资产收益率 ROA	8.61	9.65	11.19	12.17
净资产收益率 ROE	14.78	17.57	19.98	21.53
偿债能力				
流动比率	1.67	1.56	1.63	1.72
速动比率	0.79	0.75	0.91	1.02
现金比率	0.44	0.46	0.62	0.74
资产负债率 (%)	41.95	45.21	44.11	43.58
经营效率				
应收账款周转天数	17.85	16.77	15.70	15.50
存货周转天数	106.70	100.00	95.00	90.00
总资产周转率	2.04	2.10	2.14	2.15
每股指标 (元)				
每股收益	0.57	0.83	1.18	1.63
每股净资产	3.89	4.73	5.92	7.57
每股经营现金流	0.48	0.80	1.33	1.65
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	29	20	14	10
PB	4.3	3.6	2.9	2.2
EV/EBITDA	21.53	14.62	9.94	7.03
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	235	342	488	671
折旧和摊销	30	62	90	117
营运资金变动	-82	-103	-70	-149
经营活动现金流	199	329	547	679
资本开支	-550	-263	-278	-288
投资	46	0	0	0
投资活动现金流	-493	-242	-259	-261
股权募资	5	0	0	0
债务募资	391	186	186	211
筹资活动现金流	355	149	140	156
现金净流量	55	236	427	574

插图目录

图 1: 公司发展历程.....	3
图 2: 公司自有品牌成立&代理品牌合作时间轴.....	4
图 3: 股权结构图.....	4
图 4: 各渠道收入: 第三方平台收入占比最高.....	6
图 5: 各渠道同比增速变化: 自有平台增速最高.....	6
图 6: 公司营业总收入及增速.....	6
图 7: 公司归母净利润及增速.....	6
图 8: 公司分产品收入 (百万元)	7
图 9: 公司分产品毛利率.....	7
图 10: 水羊股份与可比公司毛利率对比.....	7
图 11: 水羊股份与可比公司销售费用率对比.....	7
图 12: 水羊股份与可比公司净利率对比.....	7
图 13: 伊菲丹与可比公司估值对比.....	9
图 14: 2021 年伊菲丹与可比公司盈利能力对比.....	9
图 15: 天猫旗舰店涂抹面膜 GMV 同比增速超过贴片面膜.....	10

表格目录

盈利预测与财务指标.....	1
表 1: 董事会成员.....	5
表 2: 公司前十大股东.....	5
表 3: 2022E-2024E 水羊营业收入拆分及预测.....	11
表 4: 2022E-2024E 水羊成本费用拆分及业绩预测.....	12
表 5: 2022E-2024E 伊菲丹业绩预测.....	13
表 6: 可比公司 PE 数据对比.....	14
公司财务报表数据预测汇总.....	16

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026