

## 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

### 核心观点:

#### ● 事件

2022年上半年公司实现营业收入22.01亿元，同比上升3.89%；实现归属母公司0.83亿元，同比减少6.88%；实现归属母公司扣非净利润0.73亿元，同比减少7.13%。经营现金流量净额为-0.71亿元，较上年同期下降147.63%。

#### ● 公司基于“四双战略”，逐步探索自有品牌升级逻辑，行业整体下行背景下，仍验证公司盈利韧性

2022年上半年，受疫情反复影响，区域供应链及物流受限，消费需求承压；在此背景下，报告期内，公司营业收入小幅增长3.89%。

按产品拆分，水乳膏霜营收占比进一步上升超70%，是现有披露口径下唯一增长的产品品类，为公司营收同比增加的主要来源。贴式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，阶段性消费需求大幅下降对其影响更为显著，营收规模负增长。非贴式面膜处于消费增长的布局初期，营收规模负增长，但公司收购伊菲丹后，该品类有望呈现变局。报告期内，公司延续此前制定战略，专注自主品牌集中升级焕新，基于品牌的核心品类资产进行延伸，于422品牌日推出“春江花月夜”品牌产品体系，匹配御泥坊“多元新唐风”视觉体系，构建自有品牌全新形象。此外，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。同时，公司于2022年7月，正式收购此前代理的法国高奢抗衰品牌EDB 90.05%的股权，该收购标的盈利能力较好，2021年实现营收1972.65万欧元，实现归母净利润549.23万欧元，完成该项收购后，EDB将纳入公司合并报表范围，有望增厚公司营收与利润。此外，公司完成了对法国轻奢品牌PierAuge的投资及中国业务的收购，补充公司在自主高端品牌空缺的同时加强海外研发及供应链能力，提升公司海外高端渠道的拓展能力。

按渠道拆分，线上渠道拆分来看，2021H1公司不断强化全渠道运营能力及新媒体渠道的布局，基本覆盖国内大多数渠道端。线上的第三方平台仍为公司主要销售渠道，营收占比达84.40%，其中淘系占比进一步下降至39.35%。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，一方面，抖音投放呈现梯队矩阵化，合作尹可以、张檬等多位头部KOL以及KOC达人，并于哔哩哔哩、小红书平台深度合作达人。另一方面，持续巩固主流电商渠道合作关系，唯品会、京东等渠道优势品类面膜排名行业前三。销售渠道拆分来看，2022H1自营模式为公司主要销售渠道，营收占比达63.76%，私域运营持续发力。公司自有小程序水羊潮妆2022年上半年新增会员数超300万；B端合作平台水羊直供新入驻合作分销商超7000家，协同多品牌实现全方位的增长；新增大水滴等品牌的微信、支付宝品牌官方商城，注册用户数持续增长。

按季度拆分，2022Q1较去年同期实现稳步增长，2022Q2营收小幅下滑11.22%，与往期相比，二季度环比一季度的表现不符合公司淡旺季规律，其主要原因系4-5月上海疫情封锁，使生产、供应链及物流受到较大制约。剔除阶段性因素后，自6月疫情逐渐回暖，公司经营情况预计会有大幅回

## 水羊股份(300740.SZ)

推荐 维持评级

### 分析师

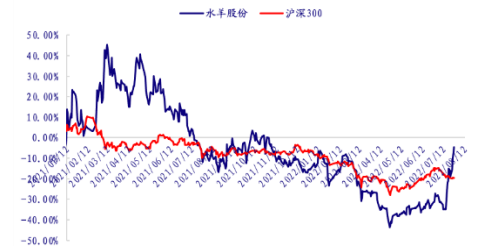
甄唯萱

✉: zhenweixuan\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050002

### 行业数据时间

2022.08.12



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2021年年报点评-盈利能力持续改善，长期看好多业务布局的协调共赢发展-20220428

【银河消费品零售】水羊股份21Q3点评-前三季度规模与业绩高速增长，自主品牌与代理业务均有卓越表现-20211029

【银河消费品零售李昂团队】公司2021年半年报点评-水羊股份(300740.SZ)-公司以自有品牌与代理运营双业务驱动，实现规模与业绩双高增，予以推荐评级-20210829

整。“618 大促”期间，公司各品牌在多家电商品牌销售额均位于前列。自有品牌大水滴聚焦 3 点祛痘精华打造大单品，天猫、抖音、快手等多渠道获得祛痘精华销量 top1。代理品牌城野医生 377 精华上半年全网销售超过 48 万支，成为天猫上半年美白精华品类 TOP 单品。彩妆品牌 KIKO 在淘系跨境渠道受疫情严重影响下，整体营收仍实现逆势增长，位居淘系粉饼类目品牌 TOP1。考虑到四季度“双十一”对应为线上消费旺季，公司整体规模与业绩可期。

### ● 2022H1 综合毛利率提升 1.87pct，期间费用率上升 2.61pct，费用结构优化

2022 年上半年，公司综合毛利率为 55.00%，较去年同期增加 1.87 个百分点。从产品来看，公司主营的各类核心产品毛利率均出现了不同幅度的提升，其中以水乳膏霜毛利率的提升幅度最大，叠加水乳膏霜在主营收入中占比进一步提升，成为公司毛利率同比增加的核心来源。销售净利率下降 0.97 个百分点，主要原因为期间费用率大幅提高 2.61 个百分点，抵减毛利率上升，从规模的角度来看，系销售费用与研发费用支出增长所致，费用结构有所优化。其中，**销售费用**同比增长 10.10%，系报告期内公司自主品牌集中升级焕新对应推广费用投入增加，扩充销售团队，提高员工薪酬（销售部门工资薪酬同比上升 40.90%）及加强电商平台推广力度（平台推广服务费分别同比增长 3984.39 万元至 5.93 亿元）所致；**管理费用率**下降 0.24 个百分点，主要系报告期间公司自主品牌升级战略，大幅调整品牌经理团队，精简员工（职工薪酬同比下降 5473.76 万元至 5956.25 万元）和股权激励费用摊销减少所致。**财务费用率**下降 0.4 个百分点，主要系汇率变动导致汇兑收益增加所致（汇兑收入大幅减少 834.21 万元至 -711.55 万元，同比下降 185.30%）。**研发费用**投入较去年大幅增长 40.40%，主要系报告期间公司包含微 800 次抛精华、耀白面膜、“春江花月夜”系列等新品大规模上市，为满足上市新品功效性、使用感，公司大规模增加研发人员支出 1328.89 万元至 3120.70 万元。期间，公司研发团队共申请国家发明专利 15 项、外观专利 24 项，获得授权 27 项，其中发明专利 9 项；已接收 SCI 文章 1 篇，发表国内文章 2 篇，持续加大研发投入、推进研发创新。

表 1: 2022H1 营业收入情况

	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</b>	22.01	0.82	3.89%	100.00%	100.00%
<b>主营业务收入</b>	21.99	0.81	3.84%	99.87%	98.80%
<b>按产品划分</b>					
贴式面膜	2.95	-1.19	-28.69%	13.40%	-144.04%
非贴式面膜	1.62	-0.75	-31.70%	7.35%	-91.17%
水乳膏霜	16.41	3.39	26.02%	74.56%	411.51%
品牌管理服务	0.98			4.44%	
其他	0.06			0.25%	
<b>按渠道划分(线上渠道)</b>					
自有平台	1.47	0.62	73.58%	6.66%	75.41%
第三方平台	18.58	0.84	4.74%	84.40%	102.11%
其中淘系	8.66	-1.71	-16.49%	39.35%	-207.71%
<b>按渠道划分(销售渠道)</b>					
自营	14.04			63.76%	
经销	4.82			21.90%	
代销	2.15			9.77%	
其他	1.01			4.57%	
<b>按季度划分</b>					
第一季度	10.46	2.28	27.96%	47.49%	277.39%
第二季度	11.56	-1.46	-11.22%	52.51%	-177.39%

注 1: 由于 2021 年半年报未披露品牌管理服务及其他项营收数据，本文仅列示当期值及营收占比情况

注 2: 由于 2021 年半年报未披露销售渠道子类数据，本文仅列示当期值及营收占比情况

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

**表 2: 2022H1 公司利润情况**

利润情况	现值 (万元)	增量 (万元)	增速 (%)
归母净利润	8281.66	-612.21	-6.88%
扣非归母净利润	7308.04	-561.37	-7.13%
非经常性损益	973.61	-50.85	
政府补助	1289.30	405.8	
所得税影响	303.98	18.29	
营业外收支	9.45	4.95	

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

**表 4: 2022H1 公司利润率情况**

利润率情况	现值 (%)	增量 (bps)
销售毛利率	55.00%	1.87
按产品划分		
贴式面膜	61.52%	3.00
水乳膏霜	50.23%	6.73
销售净利率	3.73	-0.97

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

**表 5: 2022H1 公司费用情况**

费用率	现期值 (亿元)	增量 (亿元)	现期比率 (%)	比率增量 (bps)
期间费用率	11.04	0.97	50.16%	2.61
销售费用	9.49	0.87	43.09%	2.43
管理费用	0.99	-0.01	4.48%	-0.24
财务费用	0.14	-0.08	0.63%	-0.40
研发费用	0.43	0.12	1.95%	0.51

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

### ● 自主品牌全线升级+多业务布局战略, 引导品牌夯实资产、高效发展

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, 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增长模式。自有品牌已全面进入品牌升级阶段, 重塑品牌定位, 扩大新跃品牌知名度。御泥坊深化“多元新唐风”视觉体系, 推出品品牌全新形象; BIGDROP 大水滴聚焦 3 点祛痘精华打造大单品, 专注熬夜护肤细分赛道; MIHOO 小迷糊品牌, 重塑品牌定位——年轻肌科学护理专家, 通过专研年轻肌抗氧化成分——肌肤源力因子, 有效地解决年轻肌氧化损伤问题。此外, 公司还持续在行业产业链上布局化妆品的研发、生产及组织数字化等领域, 旗下拥有“水羊生物”、“水羊制造基地”、“水羊科技”等多个业务板块, 公司多业务布局, 整体高效协调发展的优势逐渐形成。

### ● 研发与数字化双科技赋能战略, 赋能品牌经营提效

公司重视产品研发, 坚持技术创新, 深耕产品研发和专业领域, 先后在上海、长沙建立了科学研究中心, 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。通过多年及持续不断的研发经验积累, 公司具备了强大的研发实力, 并通过参与起草国家行业标准、开放基础研究平台、研发独有原料、配方三代一体四个维度实现研发赋能产品、产品赋能品牌。报告期内, 公司实现多款原料进入中试阶段; 自研的 800 道尔顿透明质酸达到批量生产水平。配方研发领域, 公司开展 AB 竞研机制, 鼓励产品创新, 提高公司产品研究深度和储备丰度, 提高研发人员活力, 请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

报告期内，公司利用新机制展开了 4 项功效组合研发。专利申请方面，公司共申请国家发明专利 15 项、外观专利 24 项，获得授权 27 项，其中发明专利 9 项；已接收 SCI 文章 1 篇，发表国内文章 2 篇。

数字化方面，公司组织具有年轻化、数字化的特点，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。报告期内，公司技术团队以协作为核心目标，持续迭代数字化美妆平台。业务支撑方面，公司建设 4 个联接平台提升消费者、分销商、达人、品牌方外部协作效率，其中分销商广场已沉淀上万分销商，达人广场已沉淀 3 万+达人；并且加速大幅提升业务中台建设、品牌中心、商品中心、权限中心内部协作效率；数据赋能方面，公司升级爆品打造逻辑，为大单品打造提供全面的数据支撑，数据中台各领域数据有序沉淀，有效支撑更多的数据赋能场景。

### ● 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”、“小迷糊”、“御 MEN”、“大水滴”、“花瑶花”、“HPH”、“VAA”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、露得清、伊菲丹、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 2022/2023/2024 年实现营收 65.26/84.07/106.56 亿元，净利润 3.57/5.29/7.32 亿元的预测，对应 EPS 为 0.87/1.29/1.78 元/股，对应 PS1.20/0.93/0.73 倍，对应 PE22/15/11 倍，维持“推荐评级”。

### ● 风险提示

供应链管理不及预期的风险；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

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (单位: 亿元)	3,715.04	5,010.12	6,525.80	8,406.61	10,655.78
增长率 (%)	54.02%	34.86%	30.25%	28.82%	26.75%
归属母公司股东净利润 (单位: 亿元)	140.27	236.42	356.67	529.20	732.15
增长率 (%)	415.28%	68.54%	50.86%	48.37%	38.35%
BPS (元/股)	0.37	0.62	0.87	1.29	1.78
销售毛利率	49.20%	52.07%	54.64%	56.01%	56.88%
净资产收益率 (ROE)	10.37%	14.78%	23.90%	31.05%	36.66%
市盈率 (P/E)	81	30	22	15	11
市净率 (P/B)	5.76	4.28	5.23	4.58	3.91
市销率 (P/S)	2.34	1.39	1.20	0.93	0.73

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 2022 年 8 月 12 日收盘价)

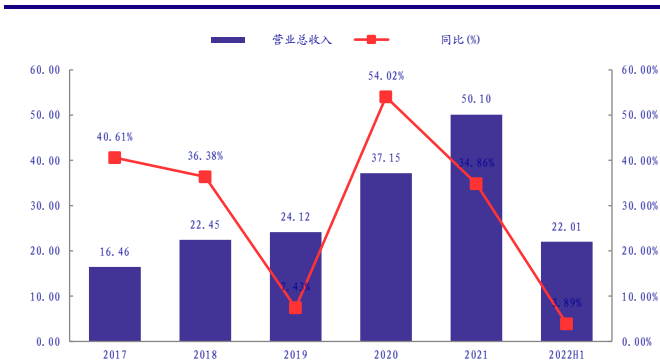
表 6: 可比公司最新估值情况

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	92	41	37	36	68	55	41
PB	16.66	2.12	3.35	3.37	14.49	8.00	3.37
PS	19.7	3.63	5.71	3.06	8.47	8.11	5.71
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	30	47	24	18	-220	56	39
PB	15.71	6.05	7.73	6.45	5.28	8.89	6.05
PS	5.51	6.23	4.33	2.1	2.79	4.27	4.51

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

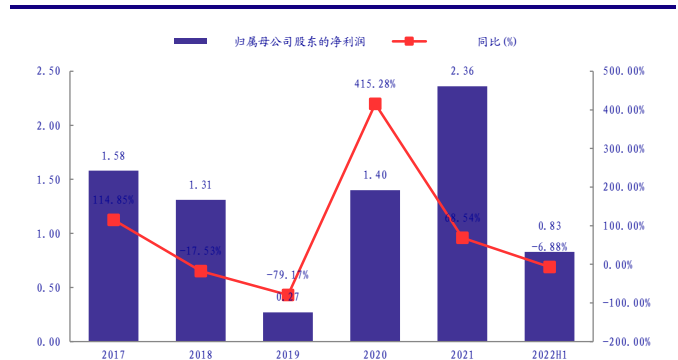
## 2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1: 2017-2022H1 年营业收入 (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: 2017-2022H1 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: 2017-2022H1 年毛利率和净利率变动情况

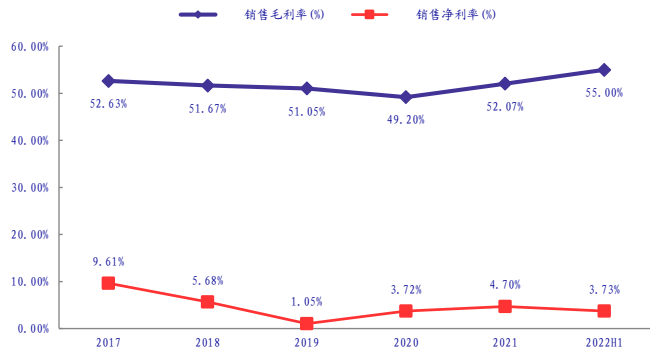
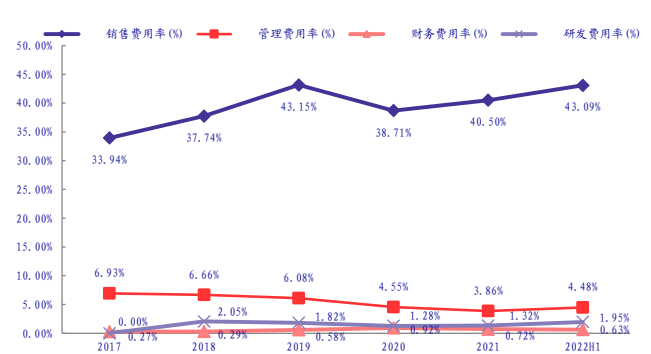
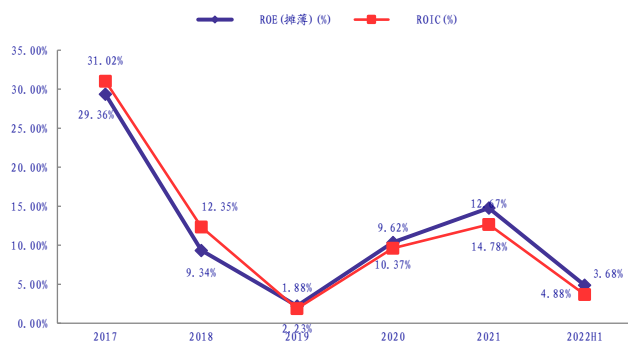


图 4: 2017-2022H1 年期间费用率变动情况



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: 2017-2022H1 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 2022 年二季度重大事项进展

事件类型	内容
实控人股份质押及质押股份延期回购	2022 年 5 月 4 日, 公司接到公司实际控制人、董事长戴跃锋先生的通知, 戴跃锋先生对其持有公司的部分股份办理了质押登记手续。本次共质押 330 万股, 占其所持股份比例 8.55%, 占公司总股本比例 0.80%。本次质押为高管锁定股, 用于补充股份质押。延期回购方面, 实控人本次延期购回质押 1815 万股, 占其所持股份比例 47.04%, 占公司总股本比例 4.41%, 原质押到期日为 2022 年 4 月 28 日, 延期至 2022 年 5 月 27 日, 延期原因主要系个人资金需求和补充质押。2022 年 5 月 30 日, 公司接到实际控制人戴跃锋先生的通知, 对其质押 1885 万股股权延期质押, 由 2022 年 5 月 27 日延期至 2022 年 5 月 30 日, 同日对 1885 万股股份解除股权质押。2022 年 6 月 28 日, 公司接到公司实际控制人、董事长戴跃锋先生的通知, 戴跃锋先生对其持有公司的部分股份办理了质押登记手续。本次共质押 67 万股, 占其所持股份比例 1.74%, 占公司总股本比例 0.17%。本次质押为高管锁定股, 用于补充股份质押。延期回购方面, 实控人本次延期购回质押 725 万股, 占其所持股份比例 18.79%, 占公司总股本比例 1.76%, 原质押到期日为 2022 年 6 月 24 日, 延期至 2023 年 6 月 23 日, 延期原因主要系个人资金需求和补充质押。2022 年 7 月 4 日, 实际控制人、董事长戴跃锋先生对其持有公司的部分股份办理了质押登记手续。本次共质押 65 万股, 占其所持股份比例 1.68%, 占公司总股本比例 0.16%。延期回购方面, 实控人本次延期购回质押 865 万股, 占其所持股份比例 22.42%, 占公司总股本比例 2.10%, 原质押到期日为 2022 年 7 月 1 日, 延期至 2023 年 6 月 30 日。
开展外汇套期保值业务	2022 年 5 月 9 日, 公司发布关于《关于增加 2022 年度开展外汇套期保值业务额度的议案》, 根据公司业务实际开展情况, 公司及其子公司拟新增 2022 年开展外汇套期保值业务的额度, 即 2022 年外汇套期保值业务在有效期内任何时点的余额由不超过等值人民币 7 亿元增加至不超过等值人民币 20 亿元, 上

述额度自公司股东大会审议通过之日起十二个月内可循环滚动使用。

- 董事会** 2022年5月9日,公司第二届董事会2022年第一次临时会议召开,会议审议通过《关于增加2022年度开展外汇套期保值业务额度的议案》。
- 股东大会** 2022年5月19日,公司2021年年度股东大会召开,会议审议通过《关于公司<2021年度董事会工作报告>的议案》、《关于公司<2021年度监事会工作报告>的议案》、《关于公司<2021年年度报告>及其摘要的议案》、《关于公司<2021年度财务决算报告>的议案》、《关于公司2021年度利润分配预案的议案》、《关于续聘2022年度审计机构的议案》、《关于公司非独立董事及监事2021年度薪酬执行情况及2022年度薪酬方案的议案》、《关于公司独立董事2021年度津贴执行情况及2022年度津贴方案的议案》、《关于预计2022年度日常关联交易情况的议案》、《关于公司及子公司向银行申请授信额度及提供担保事项的议案》、《关于修订<公司章程>的议案》、《关于公司符合向不特定对象发行可转换公司债券条件的议案》、《关于公司向不特定对象发行可转换公司债券方案的议案》。
- 控股股东部分股份质押及解除质押** 2022年5月29日,公司接到控股股东湖南御家投资管理有限公司的通知,御家投资将其持有的本公司部分股份进行了质押。本次共质押2223万股,占其所持股份比例23.18%,占公司总股本比例5.40%。本次质押非限售股,用于补充股东资金需求,质押到期日为2023年5月26日。解除质押方面,本次解除质押股份300万股,占其所持股份比例3.13%,占公司总股本比例0.73%,质押解除日为2022年5月26日。
- 董事会** 2022年7月17日,公司第二届董事会2022年第二次临时会议召开,会议审议通过《关于购买股权的议案》。
- 购买股权** **2022年7月19日,公司发布购买股权公告**,公司的全资子公司 HONG KONG YU JIA INTERNATIONAL TECHNOLOGY COMPANY LIMITED、JYJH LIMITED 于近日与 Kazokou SAS 及 Orsay 53 SAS 等主体签署了《SHARE PURCHASE AGREEMENT》,拟以4450万欧元购买 Kazokou SAS 及 Orsay 53 SAS 合计持有的 EviDenS de Beauté SAS 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4950万欧元(以2022年7月15日中国人民银行公布的人民币汇率中间价折算,约折合人民币约3.35亿元)。本次交易完成后,标的公司将纳入公司合并报表范围。**2022年8月1日,公司发布购买股权的进展公告**。截至公告日,投资方已按约定向交易对手方支付了合计4950万欧元的股权对价和债权对价价款,双方已交付了相关交割文件,根据《SHARE PURCHASE AGREEMENT》的约定,本次交易已交割完成,交易对手方持有的标的公司90.05%的股权已转让至公司的荷兰全资子公司 Netherlands SYoung Brand Management BV 名下。
- 董事会** 2022年7月17日,公司第二届董事会2022年第三次临时会议召开,会议审议通过《关于董事会换届选举暨提名第三届董事会非独立董事候选人的议案》、《关于董事会换届选举暨提名第三届董事会独立董事候选人的议案》、《关于注销回购股份的议案》和《关于提请召开2022年第一次临时股东大会的议案》。
- 注销回购股份** 公司于2022年7月24日发布注销回购股份的公告,公司决定注销2019年公司因依法维护公司价值及股东权益所必需而回购的全部股份2396.15万股,本次回购股份注销完成后,公司总股本将由4.12亿股减少为3.88亿股。其中,无限售条件股份3.54亿股,占总股本的比例91.39%;无限售条件股份3339.03万股,占总股本的比例8.61%。
- 董事会** 2022年8月12日,公司第三届董事会2022年第二次临时会议召开,会议审议通过《关于<2022年半年度报告>及其摘要的议案》和《关于<2022年半年度募集资金存放与实际使用情况的专项报告>的议案》。
- 董事会** 2022年7月17日,公司第二届董事会2022年第三次临时会议召开,会议审议通过《关于董事会换届选举暨提名第三届董事会非独立董事候选人的议案》、《关于董事会换届选举暨提名第三届董事会独立董事候选人的议案》、《关于注销回购股份的议案》和《关于提请召开2022年第一次临时股东大会的议案》。
- 股东大会** 2022年8月9日,公司2022年第一次临时股东大会召开,会议审议通过《关于董事会换届选举暨选举第三届董事会非独立董事的议案》、《关于董事会换届选举暨选举第三届董事会独立董事的议案》、《关于注销回购股份的议案》、《关于监事会换届选举暨选举第三届监事会非职工代表监事的议案》。

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

	2020 年对于 2021 年的规划	2021 年对于 2022 年的规划
<b>发展战略</b>	<p>未来的发展战略为“四双”战略既实施“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>
<b>经营计划</b>	<p>(1) 加强自有品牌建设</p> <p>自有品牌方面，公司将通过品牌升级与建设不断加强自主品牌的发展，采取积极对产品结构及价格体系进行优化、加强品牌投入及市场营销、提升内部管理效率等方式，进一步提升自主品牌经营效率，改善其经济效益。</p> <p>(2) 代理品牌加速国际化进程</p>	<p>(1) 持续加强品牌建设</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，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>(2) 进一步加大研发投入</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,持续扩充公司代理品牌、代运营品牌梯队,加速国际化进程。

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) 募投项目组织实施和效果无法达到预期的风险

(4) 用户体验下降的风险

(5) 投资风险

(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

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院整理

注:其中删除线内容为相较针对2021年的业务规划,针对2022年不再提及的内容;加粗内容为针对2022年的新补充部分。

## 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2022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	-	23.3	-	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	-	10.82	-	A股流通股
3	戴跃锋	不变	3858.66	-	9.37	-	限售流通股, A股流通股
4	长沙御投投资管理合伙企业(有限合伙)	不变	1699.11	-	4.13	-	A股流通股
5	刘海浪	不变	505.15	-	1.23	-	A股流通股
6	香港中央结算有限公司(陆股通)	减少	428.11	-55.68	1.04	-0.14	A股流通股
7	长沙御投叁号企业管理咨询合伙企业(有限合伙)	不变	338.77	-	0.82	-	A股流通股

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。

8	恒识投资管理(上海)有限公司-恒 识辰瀚1期私募证券投资基金	减少	288.00	-5.00	0.70	-0.01	A股流通股
9	戴开波	减少	261.89	-1.44	0.64	-	A股流通股
10	国寿养老策略4号股票型养老金 产品-中国工商银行股份有限公司	新进	232.47		0.56		A股流通股
	合 计	不变	21654.89		52.61		

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院整理

## 分析师承诺及简介

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。

甄唯莹：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。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

### 公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

## 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）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，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所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。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份，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机构专业投资者，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，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

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。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 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

### 机构请致电：

深广地区：苏一耕 0755-83479312 <mailto:suyiyun-yi@chinastock.com>

崔香兰 0755-83471963 <mailto:cuixianglan@chinastock.com.cn>

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 <mailto:luyunru-yi@chinastock.com.cn>

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 <mailto:tangmanling-bj@chinastock.com.cn>