

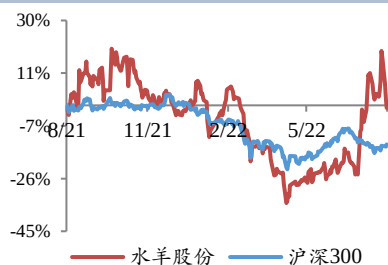
自有+代理品牌双轮驱动，争做中国美妆领头羊

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-08-18

收盘价（元）	16.08
近 12 个月最高/最低（元）	19.49/10.61
总股本（百万股）	412
流通股本（百万股）	378
流通股比例（%）	91.89
总市值（亿元）	66
流通市值（亿元）	61

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

联系人：梁瑞

执业证书号：S0010121110043

邮箱：liangrui@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 自主品牌+代理业务双轮驱动，公司业绩增长重回快车道

御泥坊品牌自 2006 年诞生，随着互联网的快速发展，公司充分受益了互联网早期的流量红利，实现了营收高增。并逐步成立了小迷糊、大水滴、御等品牌。此外，逐渐加大对代理业务的投入，公司与强生建立战略合作关系，并与城野医生、芬兰国民护肤品牌 Lumene 等超 30 个国际品牌达成业务合作，形成“自主品牌+代理业务”双轮驱动的格局。2020 年，公司自有品牌和代理业务快速增长，叠加公司对品类和渠道的调整，公司营收同比+54%，归母净利润同比+415%，业绩增长重回快车道。2021 年在疫情影响下，公司仍保持了较快的营收（+35%）和归母净利润（+69%）增长。

● 自主品牌升级焕新，代理品牌孵化能力逐步验证

公司不断向产品驱动和品牌驱动转型。首先对自主品牌进行升级，以御泥坊为例，公司全新推出“春江花月夜”品牌产品体系，来匹配御泥坊“多元新唐风”视觉体系。以更加年轻化的形象，来吸引更多的年轻消费者，扩大品牌知名度。此外，公司不断加大基础研究及原料自主研发力度，酶切小分子玻尿酸、高纯伊利水云母、灵芝发酵液等相应原料研发成果已应用至公司旗下新品，产品力有望提升。公司与中国工程院陈坚院士合作，突破玻尿酸技术壁垒，打造行业最小分子量 800Da 玻尿酸，推出微 800 玻尿酸修护次抛精华原液，有望打造成为公司大单品。代理品牌逐步开始贡献增量，城野医生 377 美白精华、露得清 A 醇、KIKO 干湿两用粉饼和水莲花米粉饼等大单品崭露头角，带动品牌 GMV 快速增长。公司的代理品牌孵化能力和爆品打造能力逐步得到验证，公司独特的双轮驱动发展策略有望继续深化。

● 由代理到收购伊菲丹品牌，打开高端护肤市场增长空间

EviDenS de Beauté 品牌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。明星产品超级面膜单品价格超 1000 元，目标客户为高端消费人群，而水羊股份目前自主品牌定价一般在 200~500 的区间，该品牌能够与现有品牌形成较好的协同作用，补足公司高端产品矩阵，有望助力公司打开高端护肤市场增长空间。伊菲丹 2021 年实现营收约 1972 万欧元，净利润 549 万欧元，净利率约为 28%。公司拟以合计 4,950 万欧元来收购伊菲丹 90.05% 的股权，对应的 PE 约为 9 倍，较低的估值收购代理品牌伊菲丹是公司品牌运营能力的重要体现。预计未来公司有望收购更多的代理品牌，进一步增厚公司品牌资产。

● 投资建议

护肤市场长期高景气趋势不改，而代运营是国际品牌进入国内市场的重要途径。公司已经逐渐形成自主品牌+代理双轮驱动的业务格局，业绩重回增长快车道。低估值收购伊菲丹后，产品矩阵进一步完善，高端市

场布局有望带来业绩的又一增长点。我们预计公司 2022~2024 年 EPS 分别为 0.81/1.21/1.67，对应 PE 为 20/13/10。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

收购品牌整合进展不及预期；品牌增长不及预期；行业竞争加剧等。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5010	6014	7673	9575
收入同比 (%)	34.9%	20.0%	27.6%	24.8%
归属母公司净利润	236	335	500	689
净利润同比 (%)	68.5%	41.8%	49.1%	37.8%
毛利率 (%)	52.1%	52.4%	52.6%	52.7%
ROE (%)	14.8%	17.3%	20.5%	22.1%
每股收益 (元)	0.62	0.81	1.21	1.67
P/E	25.63	19.74	13.24	9.61
P/B	4.09	3.42	2.72	2.12
EV/EBITDA	20.29	16.60	10.66	7.28

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 自主+代理品牌双轮驱动,“四双”战略引领增长.....	6
1.1 淘品牌起家,逐步形成自主和代理双业务格局.....	6
1.2 股权结构集中,股权激励增强发展信心.....	7
1.3 多品牌、多品类均衡发展,业绩增长重回快车道.....	9
2 护肤市场长期高增长,国外小众品牌受到青睐.....	12
2.1 行业高景气,线上成重要阵地.....	12
2.2 小众品牌受到青睐,跨境代运营有望增长.....	15
3 品牌矩阵不断完善,产品力有望提升.....	20
3.1 品牌端:自主品牌创新升级,代理品牌有望贡献增量.....	20
3.1.1 自主品牌升级重塑,代理业务逐渐贡献增量.....	20
3.1.2 由代理到收购,进一步丰富公司产品矩阵.....	24
3.2 产品端:加强研发创新,有望提升公司产品力.....	28
3.3 渠道端:自有平台占比提升,私域运营提升客户粘性.....	30
盈利预测与投资建议.....	32
盈利预测.....	32
投资建议.....	32
风险提示:.....	33
财务报表与盈利预测.....	34

图表目录

图表 1 公司发展历程	7
图表 2 公司股权结构	8
图表 3 公司主要管理层履历	8
图表 4 公司股权激励目标	9
图表 5 公司股权激励人员	9
图表 6 公司营业收入及其同比	10
图表 7 公司归母净利润及其同比	10
图表 8 公司营业收入构成 (分产品)	10
图表 9 公司主营业务收入构成 (分销售模式)	11
图表 10 公司毛利率、净利率	11
图表 11 公司主要营运指标	11
图表 12 中国护肤市场规模	12
图表 13 中国美妆市场结构	13
图表 14 中国中高端美妆市场规模	13
图表 15 中国大众美妆市场规模	13
图表 16 2018~2022 年中国移动电商用户规模	14
图表 17 2020 年中国移动电商用户年龄分布	14
图表 18 网上商品和服务零售额及其同比	14
图表 19 网上商品和服务零售额占社零比重	14
图表 20 彩妆 (含香水、美妆工具) 线上销售额及其同比	15
图表 21 美容护肤 (含美体、精油) 线上销售额及其同比	15
图表 22 天猫平台海外彩妆小众品牌 GMV 贡献变化	16
图表 23 不同市场 Z 世代选择个性化产品的比例	17
图表 24 不同市场 Z 世代选择定制服务的比例	17
图表 25 不同品类对电商服务商需求比例对比 (单位: %)	17
图表 26 2019 年国内外品牌对于品牌服务商的需求对比分析	18
图表 27 代运营主要业务	19
图表 28 代运营商具有较强的销售达成能力	19
图表 29 公司主要自主品牌	20
图表 30 御泥坊品牌升级	21
图表 31 不同分子量玻尿酸的作用	21
图表 32 微 800 玻尿酸主要功效	21
图表 33 大水滴销售额	22
图表 34 大水滴主要产品系列	22
图表 35 公司主要自主品牌	22
图表 36 小迷糊战痘泥重磅升级	23
图表 37 公司御产品升级	24
图表 38 公司主要代理品牌 (截至 2021 年末)	25

图表 39 伊菲丹收购情况一览.....	26
图表 40 伊菲丹部分产品.....	26
图表 41 伊菲丹护肤功效.....	27
图表 42 伊菲丹获抗老面膜大奖.....	27
图表 43 伊菲丹销售地区分布.....	27
图表 44 公司研发费用及增速.....	28
图表 45 公司研发人员数量及增速.....	28
图表 46 公司在研项目.....	29
图表 47 公司线上线下收入占比.....	30
图表 48 公司线上自有平台和第三方平台占总营收的比重.....	30
图表 49 公司淘系收入占比.....	30
图表 50 公司 2022H1 主营业务收入构成（分销售方式）.....	30
图表 51 水羊潮妆小程序.....	31
图表 52 公司营收拆分（按品类）.....	32

1 自主+代理品牌双轮驱动，“四双”战略引领增长

1.1 淘品牌起家，逐步形成自主和代理双业务格局

水羊集团股份有限公司（后简称“公司”）成立于 2006 年，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”、“大水滴”、“御”、“花瑶花”、“VAA”、“HPH”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。公司发展历程可分为如下 4 个阶段：

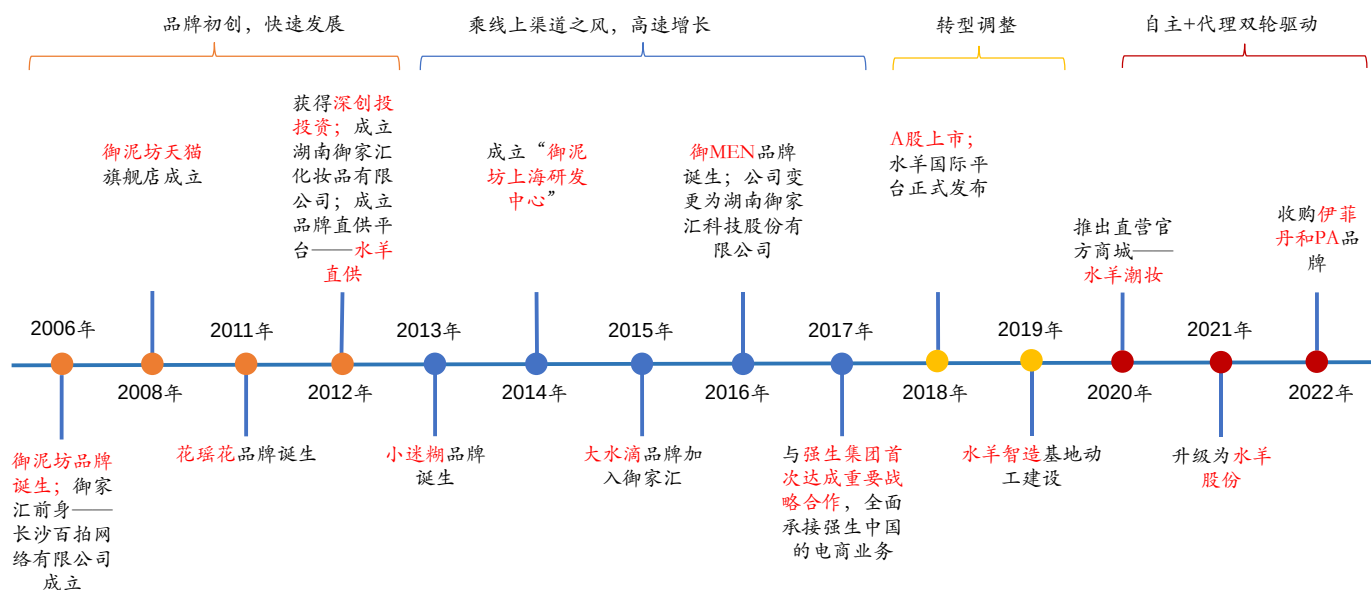
2006~2012 年，品牌初创，快速发展。2006 年御泥坊品牌诞生，同年御家汇前身长沙百拍网络科技有限公司成立。2008 年御泥坊天猫旗舰店成立。2010 年御泥坊登陆天天向上，公司品牌建设取得较大的进展，通过全渠道进行引流，促进网上销量的快速增长。2012 年成立水羊直供平台，进一步拓展公司渠道。

2013~2017 年，乘线上渠道之风，高速增长。2013 年以来淘宝线上流量大幅增长。御泥坊作为较早天猫开设旗舰店的品牌，充分受益了互联网早期的流量增长，产品销量高速增长。小迷糊、大水滴、御等品牌也逐渐成立，并在 2017 年与强生首次达成战略合作，公司开始打造多品牌矩阵。

2018~2019 年，公司进入转型调整期。2018 年公司成功在主板 IPO，但随后由于线上流量成本上升、行业竞争加剧等原因，公司净利润开始下滑，进入转型调整期。公司推出水羊国际平台，为海外美妆品牌提供全域代理服务。

2020~至今，逐渐形成自主+代理双轮业务驱动格局。2020 年公司推出直营平台水羊潮妆，打造数字化美妆平台。2021 年公司升级为水羊股份，并确立了“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。

图表 1 公司发展历程

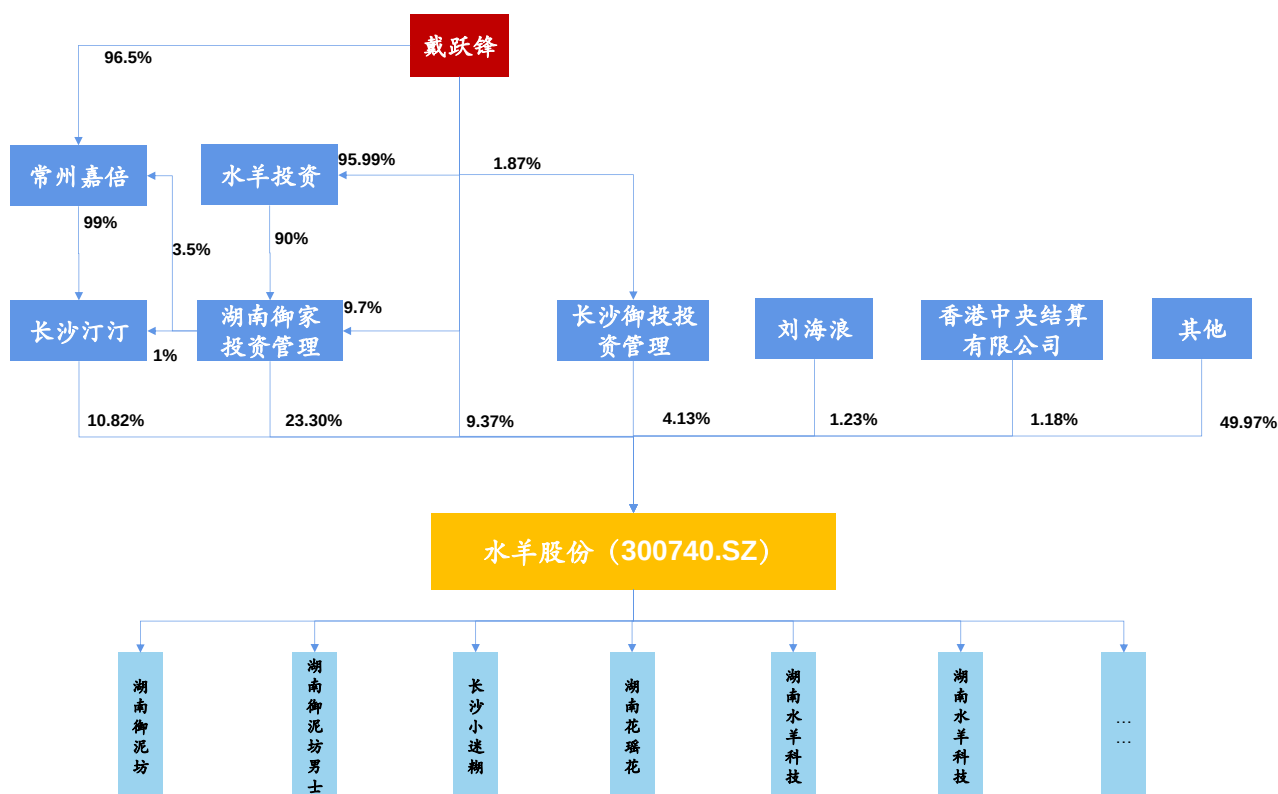


资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

1.2 股权结构集中，股权激励增强发展信心

公司股权结构集中，管理层经验丰富。公司实控人为戴跃锋，直接持股为 9.37%。并通过长沙汀汀、湖南御家、长沙御投等间接持股约 33%，合计持股比例约为 42%，股权结构集中。公司董事长戴跃锋先生拥有丰富的互联网运营及化妆品线上销售经验，曾被阿里巴巴集团评选为“全球十佳网商”，现为湖畔大学一期学员。并且其主导设计的护肤品包装曾获得德国红点设计大奖，主导参与多项护肤品配方或独有成分的研发，并获得多项国家专利。董事张虎儿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总监；董事陈喆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，现任公司董事及水羊国际总经理。

图表 2 公司股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 3 公司主要管理层履历

姓名	职位	履历
戴跃锋	董事长 董事 总经理	2006 年 10 月至 2016 年 7 月，先后担任长沙市天心区百拍网络科技有限公司执行董事、总经理，长沙市戴漫丽生物科技有限公司总经理、长沙市百年黛芳生物科技有限公司总经理、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。水羊股份创始人及实际控制人。现任公司董事长兼总经理。
张虎儿	董事	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总监。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。
陈喆	董事	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	董事	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、公司董事。
赵成梁	监事会主席	历任水羊股份政委部运营专员，现任水羊股份政委文化部总监，2016 年 9 月至今任公司监事会主席。
旷毅	职工监事	历任水羊股份移动互联网学院运营经理、运营总监。现任水羊股份人力资源部总监，2016 年 9 月至今任公司监事。

吴小瑾	副总经理 董事会秘书	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	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，华安证券研究所

2021 年公司发布了股权激励计划，增强了公司长期发展的信心。2021~2023 年，公司股权激励的分别为以 2020 年净利润为基数，净利润增长率不低于 80%/180%/330%，复合增速约为 63%，对应的净利润分别应不低于 2.5/3.9/6.0 亿元，同比增速分别不低于 80%/56%/54%。主要授予人员包括公司董事及高管、核心技术人员，较高的增长目标具有一定的挑战性，有助于激发员工的积极性，也有助于增强公司长期增长的信心。

图表 4 公司股权激励目标

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，华安证券研究所

备注：上述“净利润”、“净利润增长率”指标均指归母净利润，并以剔除激励计划考核期内因公司实施股权激励计划或员工持股计划等激励事项产生的激励成本的影响之后的数值作为计算依据。

图表 5 公司股权激励人员

序号	姓名	国籍	职务	占授予总量的比例
1	戴跃锋	中国	董事长、总经理	15.0000%
2	何广文	新加坡	董事、副总经理	0.0450%
3	黄晨泽	中国	董事	10.2860%
4	朱珊	中国	董事	0.3780%
5	张虎儿	中国	董事	0.38%
6	陈喆	中国	董事	0.0450%
7	吴小瑾	中国	副总经理、董事会秘书	0.3780%
8	晏德军	中国	副总经理、财务总监	0.2646%
董事会认为应当激励的其他人员 (492 人)				59.2254%

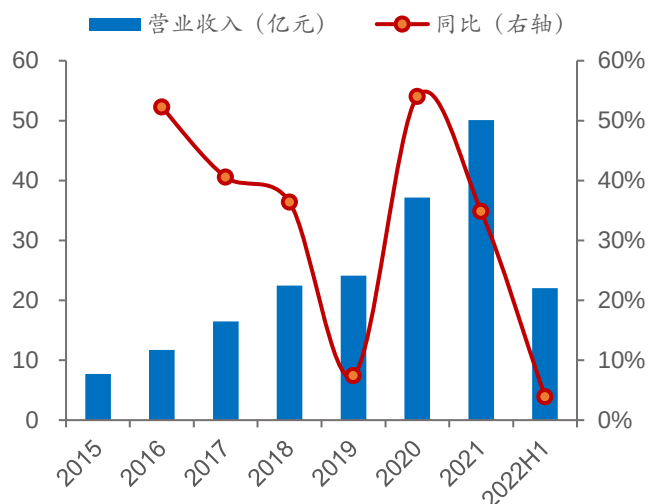
资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.3 多品牌、多品类均衡发展，业绩增长重回快车道

2020 年以来公司营收和净利润增速触底回升。公司营业收入期间一直保持增长趋势，但近几年增速波动较为明显，期间 2019 年降至 7.4% 的低点。受制于市场变化，公司积极进行战略调整，加大市场投入和渠道建设并补充运营人员，人力成本及营销投入增加，影响了短期盈利能力，个别年份出现了归母净利润不增反降的情况。

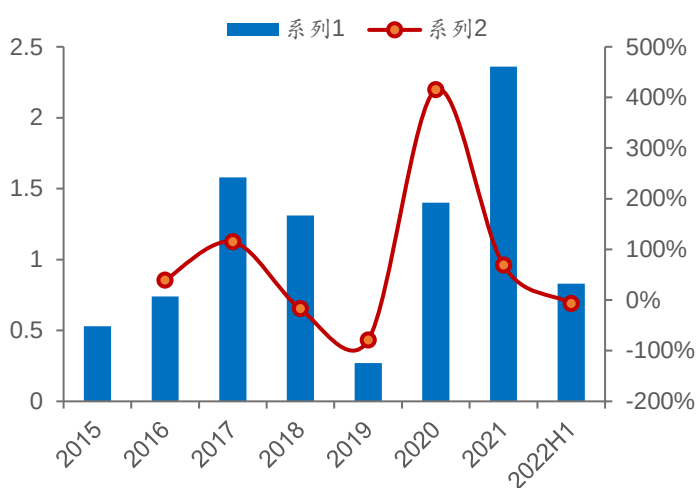
2020 年, 公司自有品牌和代理业务快速增长, 同时针对产品结构和品牌布局进行调整, 营业收入与归母净利润均大幅上涨, 营收同比+54%, 归母净利润同比+415%, 业绩增长重回快车道。

图表 6 公司营业收入及其同比



资料来源: 公司公告, 公司招股说明书, 华安证券研究所

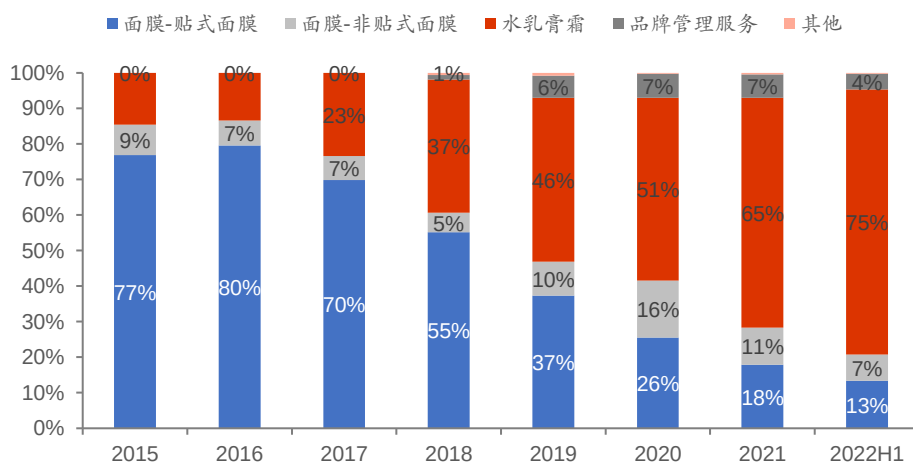
图表 7 公司归母净利润及其同比



资料来源: 公司公告, 公司招股说明书, 华安证券研究所

多品牌、多品类发展, 公司营收构成更加均衡。从产品类型角度看, 2015~2021 年, 公司营业收入主体由面膜-贴式面膜转变为水乳膏霜。面膜-贴式面膜占比由 2015 年的 76.9% 逐年下降到 2021 年的 17.9%; 水乳膏霜占比由 2015 年的 14.6% 逐年上升到 2021 年的 64.6%; 面膜-非贴式面膜营收占比小幅提升, 约 7%~10%; 品牌管理服务作为补充业务, 占比在 6%~7% 之间, 2018 年公司推出“水羊国际”, 现已经与强生、城野医生、芬兰国民护肤品牌 Lumene 等超 30 个国际品牌达成业务合作。公司逐渐形成自主品牌与代理品牌双驱动的增长模式, 品牌矩阵更加完善, 收入构成更为均衡合理, 增强了公司抗风险能力。

图表 8 公司营业收入构成 (分产品)

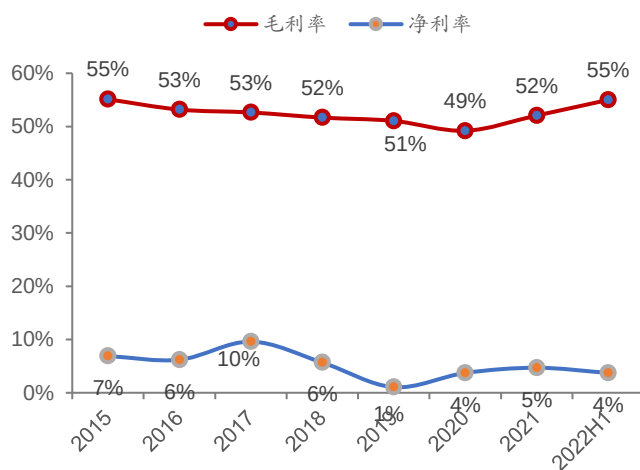
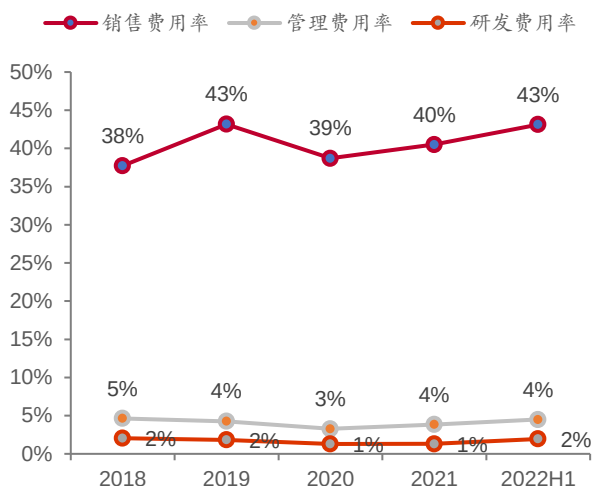


资料来源: 公司公告, 公司招股说明书, 华安证券研究所

公司盈利能力小幅提升。2019 年，公司加大市场投入、渠道建设和运营人员配置，销售费用率大幅提高达到 43%，净利率降到 1%。2020~2021 年，公司自有品牌和代理业务双丰收，产品结构和品牌布局有所调整，公司毛利率持续提升，销售费用率较 2019 年回落，公司盈利能力有所提升，经营情况积极向好。

图表 9 公司主营业务收入构成（分销售模式）

图表 10 公司毛利率、净利率

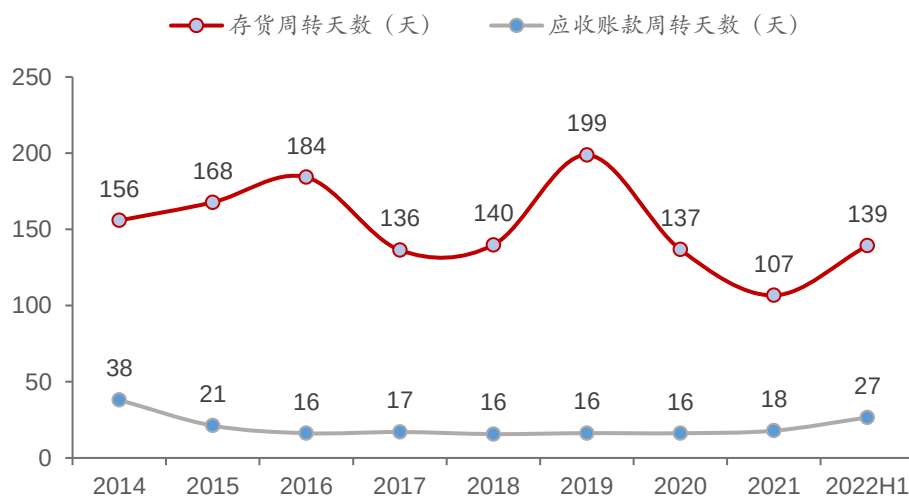


资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

公司营运能力有所改善。2020~2021 年公司存货周转天数不断下降，存货的周转能力持续提升。公司应收账款周转率保持相对稳定，总体营运能力有所提升。

图表 11 公司主要营运指标



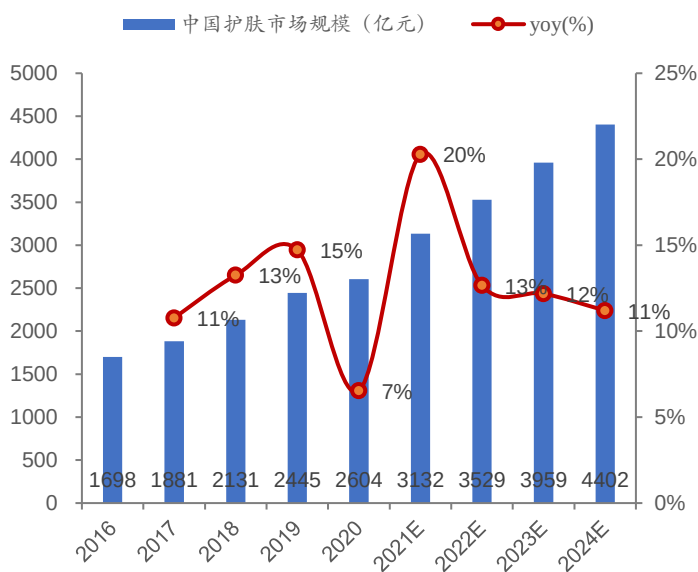
资料来源：公司公告，华安证券研究所

2 护肤市场长期高增长，国外小众品牌受到青睐

2.1 行业高景气，线上成重要阵地

中国护肤市场快速增长：根据欧睿数据，2020 年中国护肤市场规模达到 2604 亿元，同比增长 7%，2016~2020 年的复合增速为 11.28%。预计 2024 年达到 4402 亿元，2021~2024 年复合增速为 12.01%，中国护肤市场仍处于快速增长阶段。

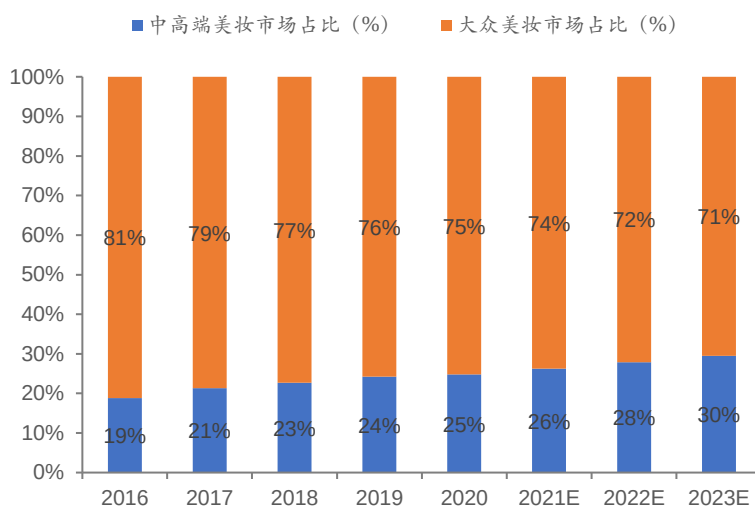
图表 12 中国护肤市场规模



资料来源：欧睿，中商产业研究院，华安证券研究所

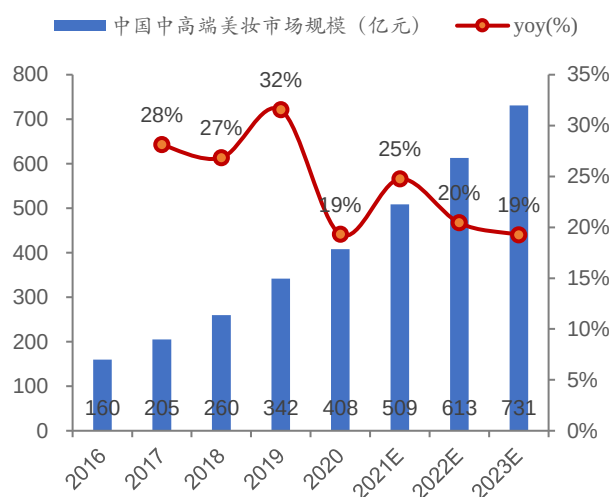
中高端美妆市场增速快于大众市场：从美妆市场结构看，中国中高端市场占比持续提升。2016 年中国中高端美妆市场占比为 19%，而 2020 年达到 25%，增长 6pct。2020 年中高端美妆市场规模为 408 亿元，2016~2020 年复合增速为 26.37%。预计 2023 年中高端美妆市场规模为 731 亿元，2021~2023 年复合增速为 19.84%。大众美妆市场在 2016~2020 和 2021~2023 年 CAGR 分别为 13.90% 和 15.34%。可以看出，中高端市场增速明显快于大众市场。

图表 13 中国美妆市场结构



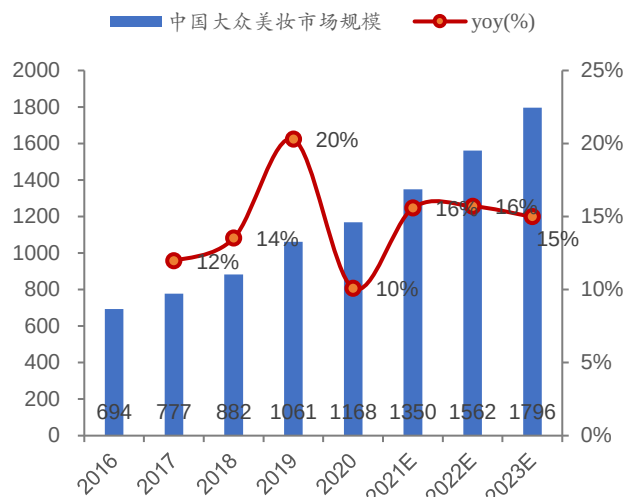
资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

图表 14 中国中高端美妆市场规模



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

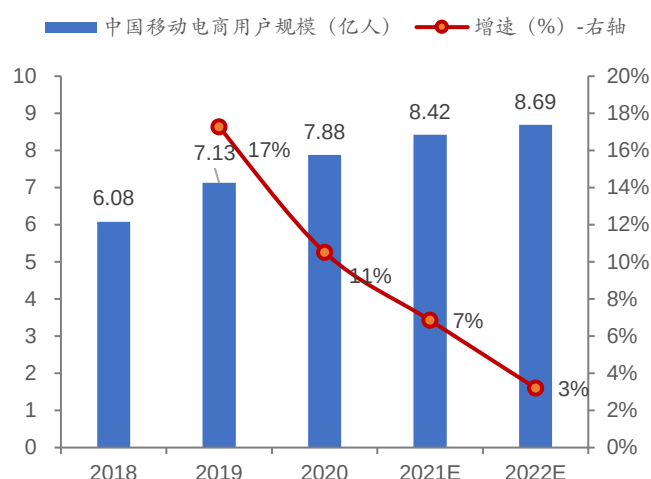
图表 15 中国大众美妆市场规模



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

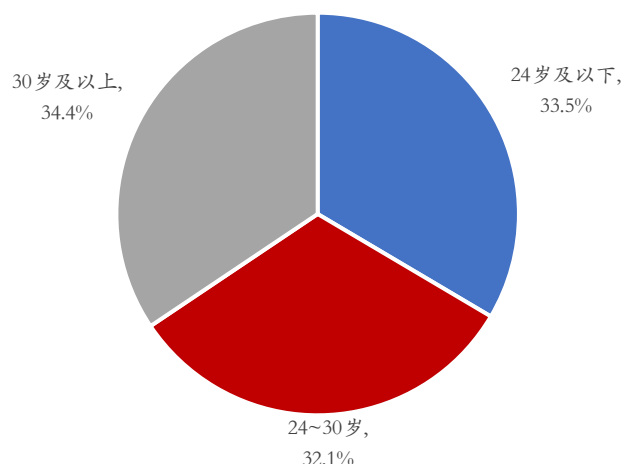
移动电商用户持续增长，年轻人占比高：根据艾媒咨询的数据，2020 年中移动电商用户规模达到 7.88 亿人，预计 2022 年将达到 8.69 亿人。随着移动电商的渗透率在国内持续增长，线上越发成为化妆品品牌成败的重要因素。并且由于 24 岁及以下的年轻人群占比在 2020 年达到 33.5%，品牌的营销活动也需要符合年轻人的特点和需求。

图表 16 2018~2022 年中国移动电商用户规模



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

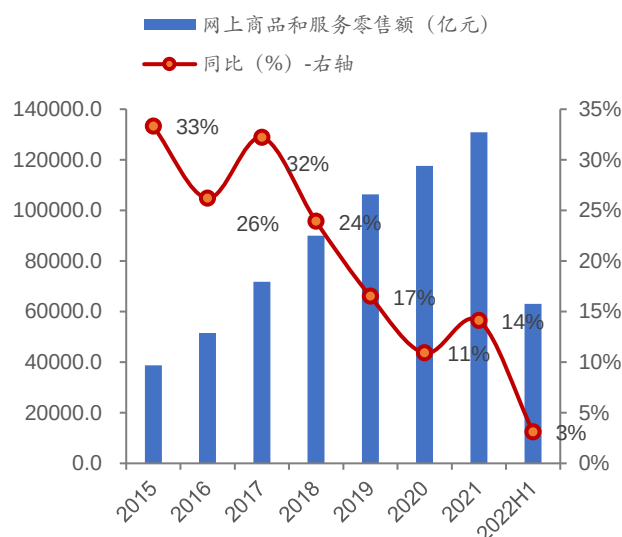
图表 17 2020 年中国移动电商用户年龄分布



资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

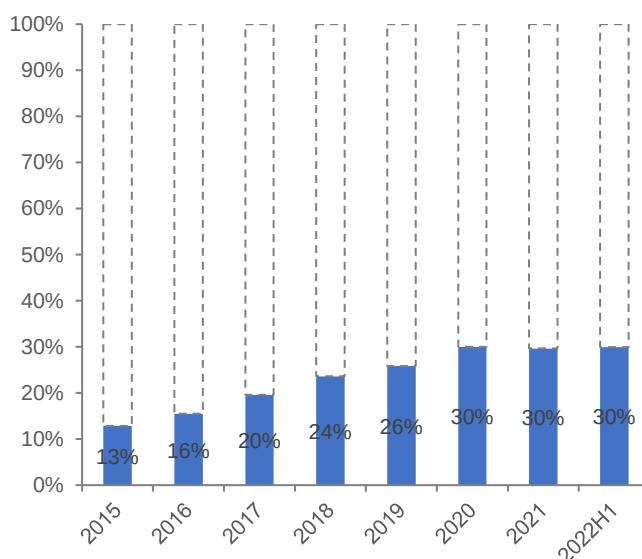
线上零售市场快速发展：我国网上商品和服务零售额 2015~2021 年复合增速达 28%，同期占社零比例由 2015 年的 13% 提升至 2021 年的 30%。即使是在疫情影响较重的 2020 和 2021 年，线上零售额依然实现了 11% 和 14% 的同比增速，达 11.8 和 13.1 万亿美元的规模，占比进一步提升至 30%。2022 年上半年物流配送受上海疫情反复影响，线上零售额增速有所下降，截至 2022H1 末，线上零售额已达 6 万亿元，同比增长 3%。但随着下半年疫情防控常态化，预计线上消费将持续复苏。

图表 18 网上商品和服务零售额及其同比



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 19 网上商品和服务零售额占社零比重



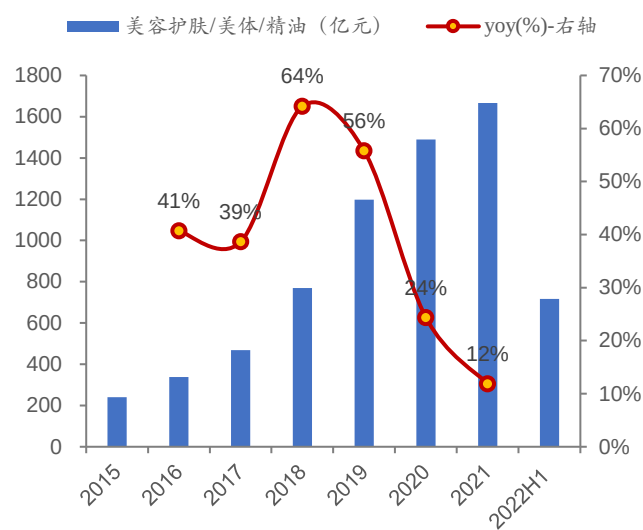
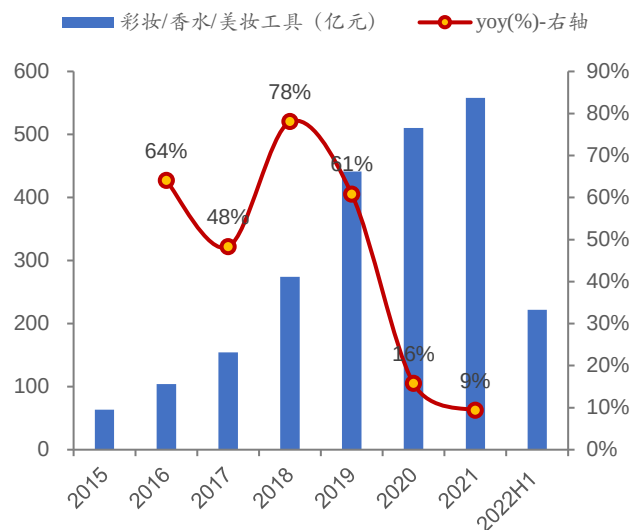
资料来源：wind，华安证券研究所

从具体的品类来看，2015~2021 年彩妆（含香水、美妆工具）和美容护肤（含美体、精油）销售额的复合增速分别为 55%、47%，大幅高于线上商品和服务零售额 28% 的复合增速。但是受疫情反复过程中出现的“人流居家冻结”以及“戴口罩”等因

素的影响，彩妆及美容护肤的线上销售额受影响较为明显，2021 年同比增速分别回落至 9%、12%。可以说，伴随着电商的迅猛发展，彩妆和美容护肤品在各品类中的增长远超其他品类，但是作为非刚需产品，占比虽有提升但依然偏低。

图表 20 彩妆（含香水、美妆工具）线上销售额及其同比

图表 21 美容护肤（含美体、精油）线上销售额及其同比



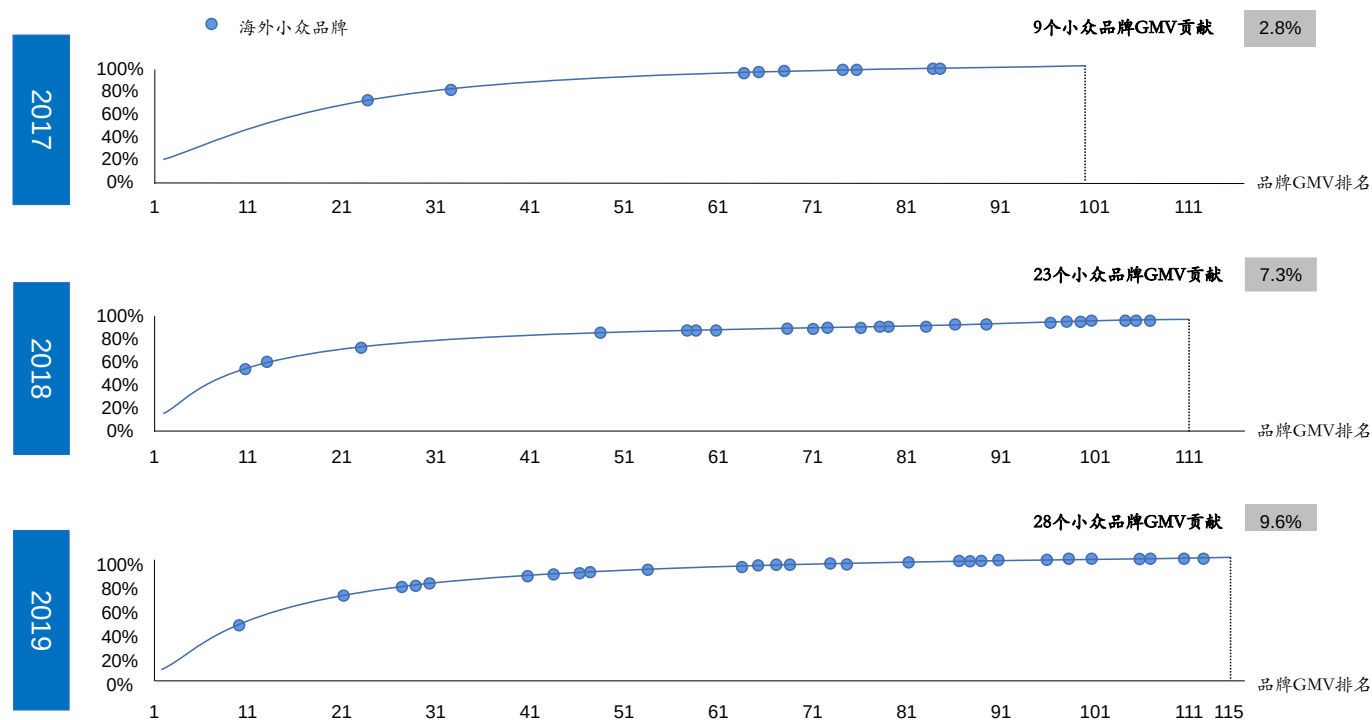
资料来源：wind，数据威，华安证券研究所

资料来源：wind，数据威，华安证券研究所

2.2 小众品牌受到青睐，跨境代运营有望增长

国内消费者对于小众品牌的关注度持续提升：中国一线城市的消费者除了选择欧美、日韩等高端护肤品牌之外，渐渐喜欢更具个性化的小众品牌。根据《100 家美妆品牌中国市场分析报告》，2017 年~2019 年，天猫平台的海外小众品牌数量和销售贡献都有较大的提升。2017 年 9 个小众品牌的 GMV 贡献为 2.8%，到 2019 年 28 个小众品牌的 GMV 贡献达到 9.6%，增长 6.8pct。根据青眼，超过 72% 的中国跨境购物消费者对海外小众特色品牌感兴趣，表示愿意尝试，国际小众品牌越来越受到关注。

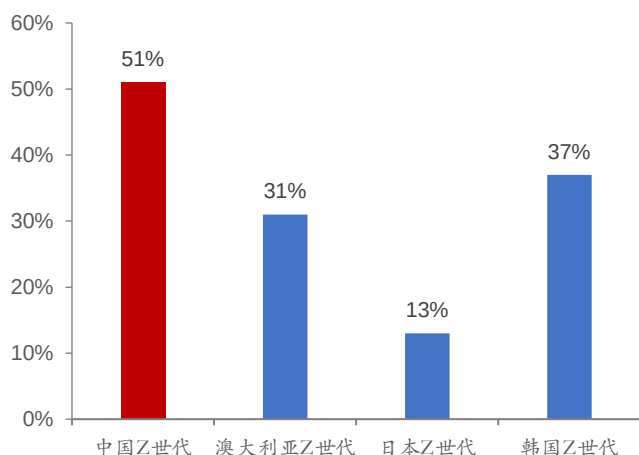
图表 22 天猫平台海外彩妆小众品牌 GMV 贡献变化



资料来源：《100 家美妆品牌中国市场分析报告》，中国美妆消费“Z 世代”图鉴，华安证券研究所

中国年轻消费者偏爱个性化的消费产品，小众品牌具有强需求：《Z世代消费群体的六大趋势》显示，与澳大利亚、韩国和日本相比，中国Z世代消费者中更渴望彰显个性，51%的消费者偏爱提供个性化产品的品牌，53%会选择提供定制服务的品牌。海外小众品牌具备个性化、差异化的特点，因此受到Z世代年轻消费者的喜爱。

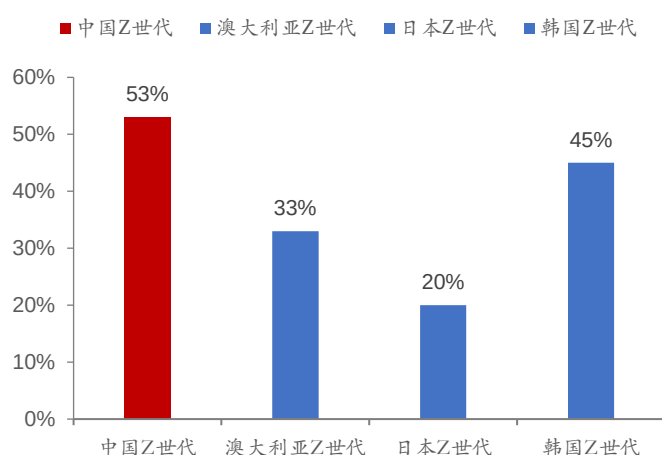
图表 23 不同市场 Z 世代选择个性化产品的比例



资料来源：未来智库，《Z 世代消费群体的六大趋势》，华安证券研究所

备注：2019 年 Z 世代调查（中国 N=2947；澳大利亚 N=3311；日本 N=2966；韩国 N=2482）

图表 24 不同市场 Z 世代选择定制服务的比例



资料来源：未来智库，《Z 世代消费群体的六大趋势》，华安证券研究所

备注：2019 年 Z 世代调查（中国 N=2947；澳大利亚 N=3311；日本 N=2966；韩国 N=2482）

美妆品类电商服务需求高，众多国际品牌选择代运营：根据前瞻产业研究院，美妆、服饰、3C 家电对于电商服务需求的比例分别为 50%~60%、20%~30%、10%~20%，可以看到美妆的需求比例远高于服饰和 3C 家电。我们认为主要是因为相对于服饰和 3C 家电，美妆产品品牌和品类众多，并且消费者的喜爱变化更快，实力较弱的品牌方无法及时调整产品设计和营销方案，因此更需要专业的代运营团队。根据艾瑞咨询 80%~90% 的国际品牌进入国内市场时都倾向于选择代运营，远高于国内品牌的 20%~30%，如欧珀莱、雅诗兰黛雅顿、OLAY 等品牌均是由壹网壹创的代运营。而国际小众品牌的销售团队往往对于国内市场的变化无法及时的跟踪，并且可能会缺乏相应的人才、技术和资金，因此跨境代运营成为其进入国内市场的重要途径之一。

图表 25 不同品类对电商服务商需求比例对比（单位：%）

品类	电商服务需求比例
美妆	50%-60%
服饰	20%-30%
3C 家电	10%-20%

资料来源：前瞻产业研究院，华安证券研究所

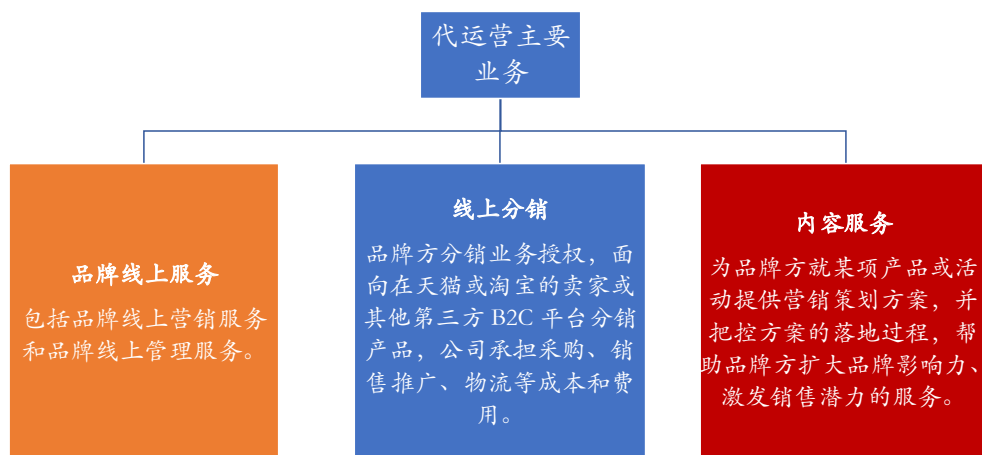
图表 26 2019 年国内外品牌对于品牌服务商的需求对比分析

国际品牌：80%~90%	国内品牌：20%~30%	
倾向于外包服务商，合作稳定性较强 - 国际品牌更倾向于寻求服务商进行合作，更能接受外包模式 - 国际品牌通过外包服务商可以借助专业资源快速打开中国电商渠道，实现销量增长的同时帮助其进行品牌建设，提升消费者体验，为品牌带来更大的溢价能力 - 同时注重品牌的长期发展，对服务质量要求较高，与服务商合作稳定性较强	大品牌 根据品牌所处发展阶段不同，需求呈现差异化的特征 - 处于扩张期的大品牌，品牌影响力与竞争力不断上升，有实力有能力自建团队进行电商运营； - 反之，处于下坡期的大品牌，品牌影响力与竞争力均呈下降态势，会选择与服务商合作，期望服务商助力其电商运营并为品牌进行数据赋能，提升品牌的影响力	小品牌 受制于成本压力，寻求与服务商合作 国内中小品牌由于自建电商难以找到合适的人才以及成本高的因素，会考虑与服务商进行合作，借助服务商打通电商渠道，降低品牌的运作成本

资料来源：艾瑞咨询，华安证券研究所

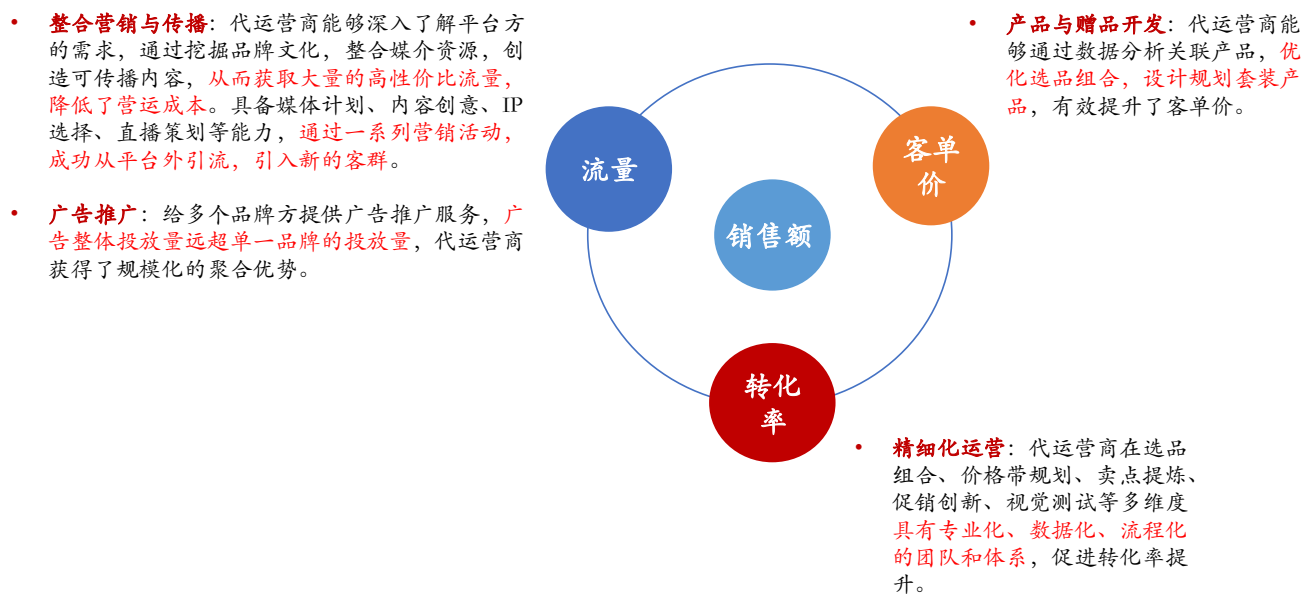
代运营销售达成能力强，助力品牌建设：代运营企业主要为品牌提供品牌线上服务、线上分销及内容服务。电商代运营对于小品牌来说，整合营销与传播能力强，能够更多的从平台外引流，引入新的客群。并且由于其给多个品牌方提供广告推广服务，广告整体投放量远超单一品牌的投放量，代运营商具有规模化的聚合优势。在产品与赠品开发方面，代运营商能够通过数据分析关联产品，优化选品组合，设计规划套装产品，有效提升客单价。此外，代运营商由于有更强的本地消费者洞察和落地能力，能够更精细化的进行客户运营，实现客户的精准触达，促进转化率的提升。可以看到，优秀的代运营商能够全方面进行品牌建设，通过专业的技术和团队助力品牌打开线上渠道。因此预计随着国内年轻消费者对于小众品牌的喜爱的增长，更多的国际品牌或将通过代运营进入国内市场，有望成为代运营企业的又一增长点。

图表 27 代运营主要业务



资料来源：壹网壹创招股书，华安证券研究所

图表 28 代运营商具有较强的销售达成能力



资料来源：壹网壹创招股书，华安证券研究所

3 品牌矩阵不断完善，产品力有望提升

3.1 品牌端：自主品牌创新升级，代理品牌有望贡献增量

3.1.1 自主品牌升级重塑，代理业务逐渐贡献增量

公司自主品牌包括御泥坊、大水滴、小迷糊、花瑶花、御等品牌，分别定位天然护肤、熬夜肌护理、青春、以花养颜、专业男士护肤。

图表 29 公司主要自主品牌

品牌名称		品牌定位	品牌特点
御泥坊		天然护肤品牌	以盛唐文化为根基，精选名贵原材料，结合现代科技，专为东方女性提供东方护肤解决方案
大水滴		熬夜肌护理品牌	用心呵护熬夜、晚睡肌肤之美。
小迷糊		年轻肌科学护理专家	传递“简单小迷糊，天然水透肌”护肤态度。给肌肤做减法，还原自然本初的状态。
花瑶花		以花养颜	以自然力量还肌肤花颜之美，回归生活本真。萃百花精萃，养花颜之美，花瑶花。
御		专业男士护肤品牌	专为男士研发出有效控油的uniClear®均衡配方，旨在为男士提供专业高效的护肤产品。

资料来源：公司官网，华安证券研究所

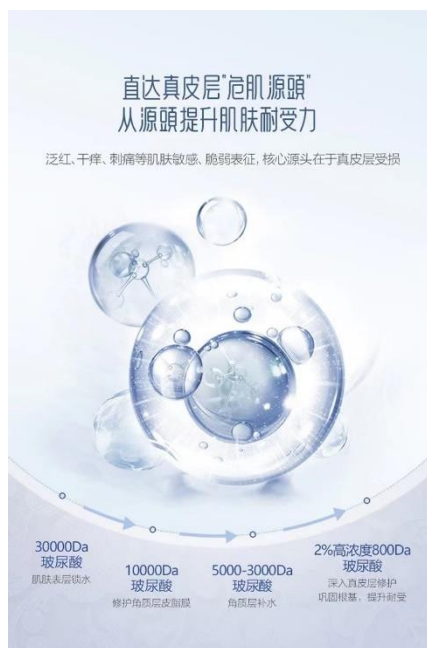
御泥坊更新品牌形象，增加年轻消费者吸引力：御泥坊品牌深化盛唐文化的传递，传承精选名贵原材料结合现代科技，利用现代科技将盛唐古法重现，专为东方女性提供东方护肤解决方案的理念。同时，在包装上采用 U 型膜袋设计，更方便消费者的使用。产品方面，公司“春江花月夜”品牌产品体系全新亮相，匹配御泥坊“多元新唐风”视觉体系，推出品牌全新形象，微 800 次抛精华、耀白面膜、春风拂面泥浆面膜等新品全新上市。微 800 次抛精华采用 2%高浓度 800Da 玻尿酸，能够深入真皮层，有效修护泛红提升肌肤的耐受度。

图表 30 御泥坊品牌升级



资料来源：御泥坊官旗，华安证券研究所

图表 31 不同分子量玻尿酸的作用



资料来源：御泥坊官旗，华安证券研究所

图表 32 微 800 玻尿酸主要功效

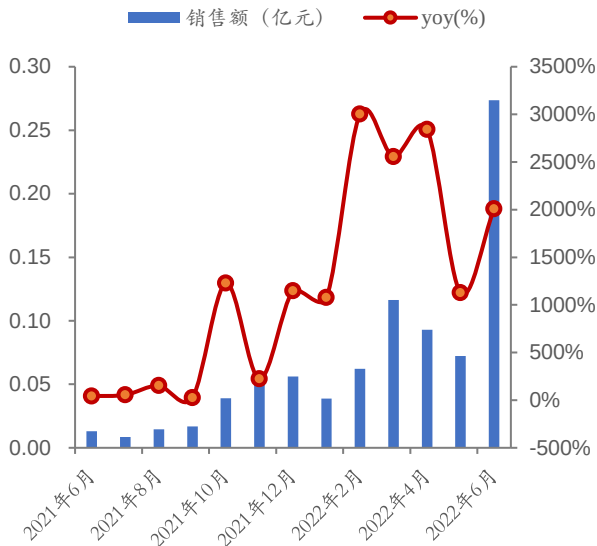


资料来源：御泥坊官旗，华安证券研究所

BIGDROP 大水滴完成品牌焕新升级：以科技和品牌文化作为支撑，专注熬夜护肤细分赛道。公司通过 5 年自主研发，发现了调控昼夜节奏的分子机制专利 Clock-f，通过提升皮肤 ATP 源头调节皮肤生物节律。公司针对熬夜生物节律独创 3 大时间产品系列 22:00、00:00 和 03:00，明星单品大水滴熬夜面膜、潜力大单品 3 点祛痘精

华快速起量,2022 年以来大水滴品牌 GMV 同比高增,今年 6 月淘系销售额达到 2700 万元,上半年全网销售超百万瓶,品牌 GMV 破亿。

图表 33 大水滴销售额



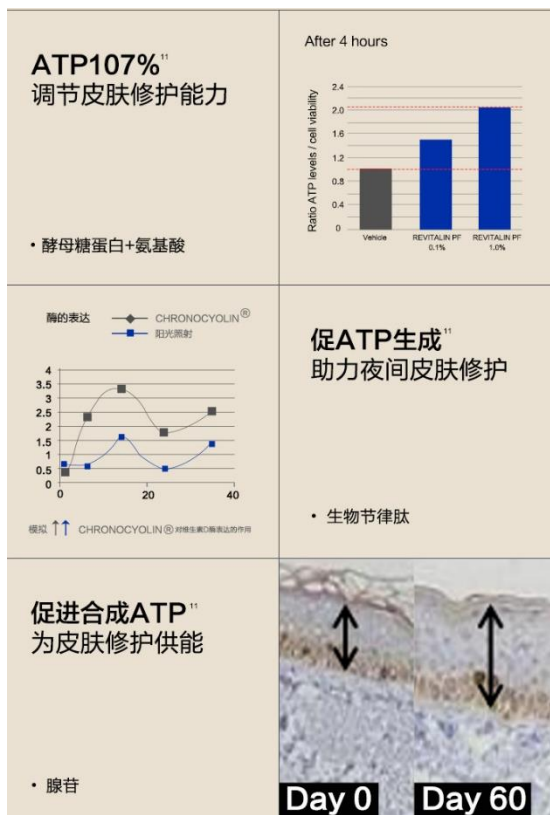
图表 34 大水滴主要产品系列

产品系列	主要产品	价格	规格	功效
22点晚安系列 熬夜基础护理	22点熬夜微乳面膜 (三分子玻尿酸精华补水面膜)	109	1盒 (5片)	深层补水, 解决熬夜缺水, 高度保湿, 夜间续航蓄水
	熬夜小奶泡 (氨基酸洗面奶)	129.9	100g	温和清洁, 洗后不紧绷
	熬夜稳定水 (时光赋活精华水)	159.9	130ml	舒缓维稳, 补水保湿
	熬夜防护盾乳液	159.9	50g	保湿锁水、强韧屏障、舒缓维稳
0点深夜系列 熬夜密集护理	0点熬夜霜	389.9	50g	保湿修护、抗老减皱、抗氧提亮
	0点精华	349.9	30ml	匀净焕白、水润匀亮
	0点眼霜	369.9	18g	改善眼部暗沉、对抗干纹眼
3点未眠系列 熬夜紧急护理	3点祛痘精华	109.9	10ml	紧急祛痘
	3点隐痘贴	129.9	1盒	舒缓净痘
	3点海王次抛	469.9	1盒	修护熬夜泛红

资料来源: 萝卜投资, 魔镜, 华安证券研究所

资料来源: 大水滴天猫官方旗舰店, 华安证券研究所

图表 35 公司主要自主品牌



资料来源: 大水滴天猫官方旗舰店, 华安证券研究所

MIHOO 小迷糊品牌重塑品牌定位，成功打造爆款泥膜：年轻肌科学护理专家。经 800 万年轻肌用户有效验证，以提升肌肤自护力为核心理念，以肌肤源力因子为专利技术支撑，年轻用户的特定肌肤状态与生活场景提供基础与进阶线的肌肤科学护理方案，为年轻肌注入无限年轻力。品牌 2021 年 2 月官宣面膜品类代言人赵露思扩大品牌知名度，单品战痘泥依托赵露思、徐璐、张韶涵等明星热度 5 月销售突破 2000 万，取得当月天猫面膜品类销售 TOP1，并连续 3 个月霸占天猫泥膜销量第一。2022 年公司对品牌进行升级，爆款泥膜的清洁力、水润度、战斗力全面升级。

图表 36 小迷糊战痘泥重磅升级



资料来源：小迷糊官方旗舰店，华安证券研究所

男士品牌御，在洁面品类和技术上持续深耕。通过 men 科学方程精准定位压力引发的肌肤问题，皂氨技术在体验感受和清洁效果上实现品类领跑，已形成独家专利和国家期刊收录，成为品牌的高技术壁垒，其洁面液获得天猫金妆奖的“年度男士洁面奖”和“男色主张奖”两项奖杯。2022 年品牌“御 men”升级为“御”，同时进行产品升级，推出【一键清爽】套装等新产品，更符合一线年轻男士的护肤习惯。

图表 37 公司御产品升级



资料来源：御官方旗舰店，华安证券研究所

3.1.2 由代理到收购，进一步丰富公司品牌矩阵

代理品牌打造多个大单品，公司品牌孵化能力渐显：公司与强生的合作逐步进入良性发展轨道，业绩稳步增长。日本专研功效型护肤品牌城野医生 377 美白淡斑精华 2021 全年 GMV 同比大幅增长,618、双十一销售跃居天猫国际美妆精华 TOP1，2022 年上半年销售超 48 万支；抗初老先锋品牌露得清，2021 年实现品牌大单品及营收的大幅增长，位居天猫 A 醇销量 TOP1、双 11 期间全网 A 醇销量 TOP1，今年 618 期间大单品 A 醇晚霜蝉联天猫国际乳液面霜 TOP1；米诺地尔原研者，美国皮肤科医生推荐第一生发品牌“Rogaine”，蝉联天猫国际医药生发品类 TOP1，京东销量同比增长超 200%。意大利米兰时装周御用彩妆品牌 KIKO，大单品干湿两用粉饼淘系 2021 全年搜索热度及产品体量排名拉升至粉饼类目 TOP1，并成功孵化第二大单品水莲花蜜粉饼，全年 GMV 增速超 3000%，2022 年上半年营收逆势增长。英国实验室抗衰品牌 ZELENS，合作多名 KOL 打造爆款养肤粉底，品牌销售额连续两年同比增速超 100%。公司运营能力和品牌孵化能力逐步体现，公司双驱动战略有望继续深化。

图表 38 公司主要代理品牌 (截至 2021 年末)

品牌名称		品牌定位	国家	主打产品	定价
强生		个人护理品牌	美国	沐浴乳、身体乳等	30~100
城野医生		专研功效型护肤	日本	377 美白淡斑精华	100~400
露得清		抗初老先锋	美国	维 A 醇抗皱修护晚霜	100~300
Rogaine		美国皮肤科医生推荐第一生发品牌	美国	Rogaine®培健®5%米诺地尔男士生发泡沫 Rogaine®培健®5%米诺地尔男士生发泡沫	200~300
伊菲丹		专为敏感肌研发抗衰老品牌	日法	超级面膜 JOUR	1000~3000
KIKO		彩妆品牌	意大利	干湿两用粉饼 水莲花蜜粉饼	80~200
ZELENS		抗衰品牌	英国	养肤粉底	300~500
Cellex-C		药妆品牌	西班牙	左旋 VC 精华	1000~1500
美斯蒂克		专业皮肤管理院线品牌	西班牙	W+亮白饮	1000~5000

资料来源：公司公告，各品牌官方旗舰店，华安证券研究所

低估值收购伊菲丹品牌，从代理到收购开拓新增长路线：2022 年 7 月，公司发布公告称拟以 4,450 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，交易金额合计 4,950 万欧元。根据公司公告，2021 年伊菲丹实现营收约 1972 万欧元，净利润 549 万欧元，净利率约为 28%，对应的 PE 约为 9 倍。2019 年伊菲丹开始进入中国，由水羊国际进行运营。同年 11 月进入李佳琦直播间，并与多位明星和 KOL 合作；2021 年国内线下进军 SKP、Joyce Beauty 等高端百货。公司以较低的估值收购伊菲丹品牌是公司品牌运营能力的重要体现，预计未来有望收购更多的代理品牌，进一步增厚公司品牌资产。

图表 39 伊菲丹收购情况一览

收购情况	
交易金额	股权比例
4,450 万欧元+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， 合计 4,950 万欧元，折合约 3.3 亿元人民币	Kazokou SAS 及 Orsay 53 SAS 合计持有的 90.05%

资料来源：公司公告，各品牌官方旗舰店，华安证券研究所

伊菲丹定位高端敏感肌抗衰老品牌，丰富公司产品矩阵：EviDenS de Beauté 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老品牌，产品涵盖卸妆、洁面、面霜、精华、面膜等日常全品类护肤产品。公司明星产品超级面膜含有三重胶原肽、QAI 精华愈颜配方等成分，能够促进肌肤紧致度、光洁度、透亮度提升。伊菲丹三重胶原多效面膜曾被 Spa&Wellness 评选为 2018 年抗老面膜大奖，产品力受到认可。明星单品价格超 1000 元，目标客户为高端消费人群，收购后预计国内产品品类逐渐丰富，防晒、精粹水等单品有望放量。而水羊股份目前自主品牌定价一般在 200~500 的区间，该品牌能够与现有品牌形成较好的协同作用，补足公司高端产品矩阵。

图表 40 伊菲丹部分产品

产品名称	主要功效	主要成分	价格	规格
超级面膜 (三重胶原多效面膜)	深度修护、紧致抗老	三重胶原肽、天然 EGT 麦角硫因、QAI 精华愈颜配方	1800	50ml
三重胶原精华修护面霜	紧致抗衰老补水	绣线菊、角鲨烷、三重胶原肽、QAI 精华愈颜配方	2530	50ml
三重胶原面部精华	强韧肌肤、紧致抗老、焕活美肌	高能生育酚、三重胶原肽、QAI 精华愈颜配方	2770	30ml
三重胶原双层眼唇卸妆水	三重胶原双层眼唇卸妆水	紫苏叶精粹、山茶萃取精华	560	100ml

资料来源：伊菲丹官旗，华安证券研究所

备注：统计时间为 2022 年 8 月 5 日的价格

图表 41 伊菲丹护肤功效



资料来源：伊菲丹官旗，华安证券研究所

图表 42 伊菲丹获抗老面膜大奖



资料来源：伊菲丹官旗，华安证券研究所

伊菲丹全球销售布局，助力公司打开高端销售渠道：EvidenS de Beauté 已在全球多个国家或地区进行业务布局，销售区域包括美国、法国、英国、日本、韩国、泰国等超过 30 个合作国家或地区，且已入驻全球巴黎老佛爷百货、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，全球终端零售额超过 5 亿人民币。公司收购伊菲丹欧有助于公司进一步拓展高端护肤市场，为更多的品牌进入高端渠道提供了资源。

图表 43 伊菲丹销售地区分布



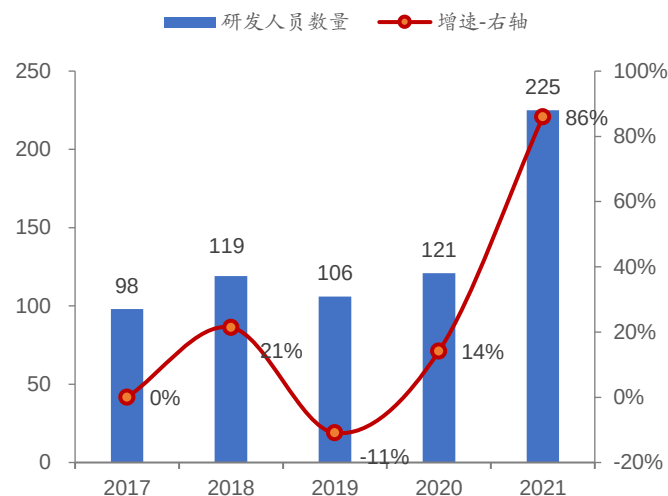
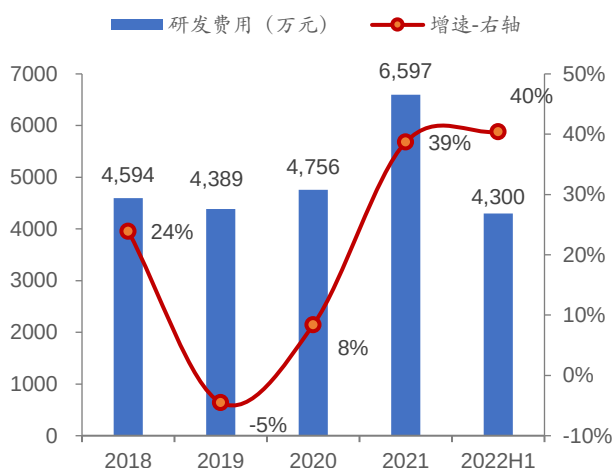
资料来源：伊菲丹官旗，华安证券研究所

3.2 产品端：加强研发创新，有望提升公司产品力

加大研发投入，赋能产品和品牌：2021 年以来公司持续加大研发投入，推进研发创新研发方面，研发费用和研发人员数量增速分别达到 39% 和 86%。公司参与修订的《化妆品中塑料微珠的测定》(GB/T 40146-2021)、《化妆品中禁用物质三氯乙酸的测定》(GB/T40639-2021) 等 10 项国家标准获得正式发布或实施。此外 2021 年公司共申请 38 项专利，授权 29 项专利，其中包括 17 项发明专利。公司通过参与起草国家及行业标准，开放基础研究平台，研发独有原料，配方三代一体四个维度全面推进研发赋能产品、产品赋能品牌战略。

图表 44 公司研发费用及增速

图表 45 公司研发人员数量及增速



资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

资料来源：wind，公司公告，华安证券研究所

加大基础研究和原料开发，产学研结合加强产品研发力度：在基础研究、开放平台方面，公司针对人源细胞评价模型开发、微生物发酵等方面进行基础研究，共申请了 15 项国家发明专利、4 项外观专利，获得 8 项国家发明专利授权，并在国内外主流期刊发表相关专业学术论文 7 篇。在独有原料研发方面，内部不断加大原料自主研发力度，实现多项原料自主掌控。酶切小分子玻尿酸、高纯伊利水云母、灵芝发酵液（与中国农科院麻类研究所历时 5 年联合研发，该技术已获三项国家发明专利、两篇国际论文等成果）等相应原料研发成果已应用至公司旗下新品。在产学研方面，成功签约中国工程院陈坚院士作为公司首席科学家，突破玻尿酸技术壁垒，打造行业最小分子量 800Da 玻尿酸，推出微 800 玻尿酸修护次抛精华原液，持续加大科技创新研发产品力度。此外公司先后与中国农业科学院麻类研究所、中国科学院上海有机化学研究所、苏州大学等研发机构联合开展“基于二次发酵技术的灵芝本草酵素新原料开发”、“化妆品功效的体外评价技术开发”、“生物节律在皮肤中的生物学效应与应用”等项目研究，不断提升公司产学研合作的广度和深度。

图表 46 公司在研项目

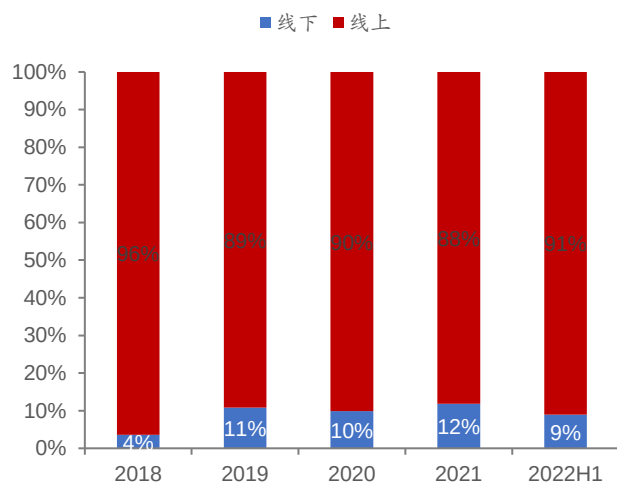
主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
重组水蛭透明质酸酶的发酵技术开发	透明质酸酶发酵及透明质酸水解技术开发	实验室制备出超微小分子透明质酸、完成中试	实现超微小分子透明质酸自主量产	研发出 1 款新的 特色优势原料并实现量产 ，提升原料自主开发能力，降低相关原料成本
基于二次发酵技术的灵芝本草酵素新原料开发	研究 灵芝菌丝体的二次发酵工艺 ，制备灵芝本草酵素	研究阶段	完成 3-4 款灵芝本草酵素的开发，并应用于化妆品配方开发，实现灵芝菌丝体的高值化利用	产出 1 型高活性特色原料 及相应配方，提升原料自主开发能力，形成相关领域自主知识产权
化妆品功效的体外评价技术开发	建立人源细胞评价模型 ，实现从细胞层面和分子层面验证活性物的功效	研究阶段	以人源细胞评价模型为基础， 开发抗衰老、抗敏舒缓、祛斑美白的原料各 1-2 种 ，并验证功效	通过评价模型，能为公司原料、产品功效提供更科学的证明，提高产品的市场竞争力
生物节律 在皮肤中的生物学效应与应用	研究外部环境对皮肤生物节律的影响，建立皮肤生物节律模型	完成多种原料对斑马鱼幼鱼生物节律影响实验	验证新节律靶点， 开发出具有改善生物节律功能的功效因子 并应用于产品开发	提高研发端对皮肤基础科学的认知水平， 产出 1 型自主优势原料 并形成相关领域技术储备
视黄醇在化妆品中的应用技术开发	研究 视黄醇包裹技术 ，拓展视黄醇及其衍生物在化妆品配方中的应用范围	完成不同乳化体系下视黄醇类衍生物降解率研究	开发出 长效、多能、低刺激性的视黄醇衍生物 及化妆品应用配方	研发出 1 类特色原料 ，提升原料自主开发能力，形成相关领域的知识产权

资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.3 渠道端：自有平台占比提升，私域运营提升客户粘性

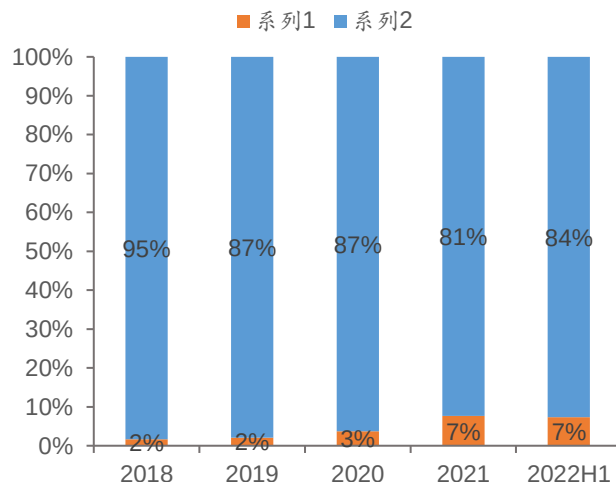
公司自有平台销售占比持续增长，增强公司对于品牌的管控能力：从销售模式角度看，2021H1 营收占比由大到小为自营（64%）、经销（22%）、代销（10%）、其他（5%）。公司通过线上和线下两种渠道对外销售，以线上销售为主（2021 年占比为 88%），其中第三方平台营收占比达到 80%以上（2021 年淘系占比为 46%），自有平台营收占比逐年上升。2021 年，公司积极拓展自有分销渠道“水羊直供”，新入驻合作分销商过万家，同比增长 129.55%，B 端合作营收同比增长 438.8%；2022H1 新入驻合作分销商超 7000 家，实现营收利润双增。虽然自营模式与经销、代销相比对于公司运营能力要求更高，但是对于公司产品的价格及利润的管控能力更强。公司自有平台销售的增长，有助于公司加强对目标客户的服务，增强客户粘性。

图表 47 公司线上线下收入占比



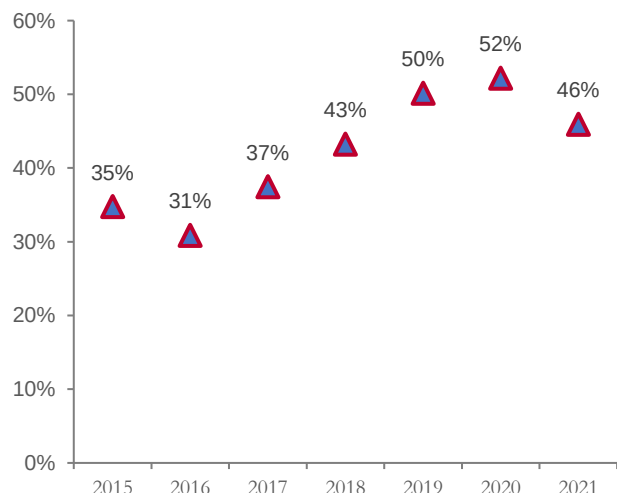
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 48 公司线上自有平台和第三方平台占总营收的比重



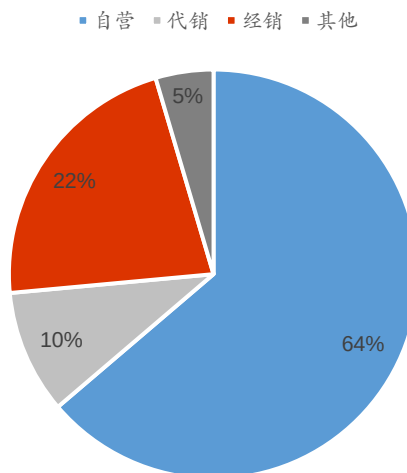
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 49 公司淘系收入占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 50 公司 2022H1 主营业务收入构成（分销售方式）



资料来源：公司公告，华安证券研究所

建立私域运营平台，个性化服务增强客户粘性：水羊潮妆是水羊股份旗下官方直营商城，涵盖公司旗下 30+ 品牌，包含护肤、彩妆、个护、母婴、男士等类目。水羊潮妆致力为品牌消费者提供更优质的会员服务，会员享有品牌消费金额余额兑换、品牌正装试用、余额抵现等专属特权。品质好物、惊喜福利尽在水羊潮妆。私域流量运营方面，自有小程序“水羊潮妆”，2021 年实现新增用户超千万，成交订单数同比增长 80%，2022 年上半年新增会员数超 300 万。私域运营持续发力，为 2.1 万用户提供了定制护肤解决方案；2022 年上半年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。

图表 51 水羊潮妆小程序



资料来源：公司公告，华安证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

公司产品按品类分可以分为水乳膏霜、贴式面膜、非贴式面膜和品牌管理服务及其他业务。随着公司品类的调整，公司水乳膏霜的占比持续提升，预计 2024 年营收占比将达到 70%。由于贴式面膜竞争激烈，市场中品牌众多，预计公司贴式面膜营收占比将进一步收缩。伊菲丹明星单品超级面膜为非贴式面膜，因此预计非贴式面膜营收占比将逐渐提升。公司品牌管理服务运营的品牌数量不断增加，并且 KIKO、露得清、城野医生等大单品逐渐放量，预计品牌管理服务将保持较快增长。

图表 52 公司营收拆分（按品类）

百万元	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	5010.12	6013.94	7673.40	9574.86
yoy	34.86%	20.04%	27.59%	24.78%
营业成本	2401.55	2864.49	3633.93	4529.78
yoy	27.26%	19.28%	26.86%	24.65%
毛利率	52.07%	52.37%	52.64%	52.69%
水乳膏霜				
营业收入	3,238.53	3995.4	5255.1	6663.0
yoy	69.33%	23.37%	31.53%	27%
贴式面膜				
营业收入	895.30	918.2	970.4	1036.6
yoy	-5.71%	2.56%	5.68%	7%
非贴式面膜				
营业收入	526.10	663.0	875.1	1137.7
yoy	-11.36%	26.02%	32.00%	30.00%
其他（品牌管理服务+其他业务）				
营业收入	350.19	437.4	572.8	737.7
yoy	35.01%	24.89%	30.96%	28.79%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

投资建议

护肤市场长期高景气趋势不改，而代运营是国际品牌进入国内市场的重要途径。公司已经逐渐形成自主品牌+代理双轮驱动的业务格局，业绩重回增长快车道。低估值收购伊菲丹后，产品矩阵进一步完善，高端市场布局有望带来业绩的又一增长点。我们预计公司 2022~2024 年 EPS 分别为 0.81/1.21/1.67，对应 PE 为 20/13/10。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

收购品牌整合进展不及预期：若公司收购伊菲丹进展不及预期，将影响公司长期增长的信心。

品牌增长不及预期：公司对于御泥坊、大水滴和小迷糊进行了形象升级，若后续销售不及预期，对于公司的全年业绩将有一定的影响。

行业竞争加剧：化妆品行业竞争激烈，流量趋势变化较快。品牌若无法及时进行营销调整，将对品牌增长有较大的影响。

疫情反复：若疫情出现反复，将对公司的销售和发货产生影响。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1680	2889	3408	5143	营业收入	5010	6014	7673	9575
现金	440	968	1509	2320	营业成本	2402	2864	3634	4530
应收账款	280	289	443	474	营业税金及附加	20	26	33	40
其他应收款	40	40	66	66	销售费用	2029	2445	3053	3746
预付账款	120	146	182	228	管理费用	193	224	284	358
存货	728	1374	1137	1983	财务费用	36	26	30	34
其他流动资产	71	71	71	72	资产减值损失	-7	-7	-7	-7
非流动资产	1065	1064	1057	1051	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	6	5	4	3	投资净收益	12	15	17	22
固定资产	106	102	98	94	营业利润	279	365	563	775
无形资产	70	80	84	89	营业外收入	2	2	2	2
其他非流动资产	884	878	872	866	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	2745	3953	4465	6194	利润总额	280	367	565	777
流动负债	1008	1754	1655	2580	所得税	45	39	72	98
短期借款	523	690	880	1074	净利润	235	329	493	679
应付账款	135	539	224	725	少数股东损益	-1	-6	-7	-10
其他流动负债	350	525	551	780	归属母公司净利润	236	335	500	689
非流动负债	144	276	395	520	EBITDA	334	399	600	811
长期借款	129	261	380	505	EPS (元)	0.62	0.81	1.21	1.67
其他非流动负债	15	15	15	15					
负债合计	1152	2030	2050	3099					
少数股东权益	-6	-12	-19	-29					
股本	412	412	412	412					
资本公积	669	669	669	669					
留存收益	519	854	1354	2043					
归属母公司股东权益	1599	1935	2435	3124					
负债和股东权益	2745	3953	4465	6194					

现金流量表				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	199	263	270	534
净利润	235	329	493	679
折旧摊销	30	15	16	17
财务费用	24	30	39	49
投资损失	-12	-15	-17	-22
营运资金变动	-82	-102	-267	-194
其他经营现金流	320	436	765	879
投资活动现金流	-493	-5	2	6
资本支出	-550	-20	-15	-16
长期投资	46	0	0	0
其他投资现金流	12	15	17	22
筹资活动现金流	355	269	269	270
短期借款	263	167	189	194
长期借款	129	132	119	125
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	35	0	0	0
其他筹资现金流	-73	-30	-39	-49
现金净增加额	55	527	541	811

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	34.9%	20.0%	27.6%	24.8%
营业利润	74.9%	31.1%	54.2%	37.5%
归属于母公司净利润	68.5%	41.8%	49.1%	37.8%
获利能力				
毛利率 (%)	52.1%	52.4%	52.6%	52.7%
净利率 (%)	4.7%	5.6%	6.5%	7.2%
ROE (%)	14.8%	17.3%	20.5%	22.1%
ROIC (%)	11.2%	11.9%	13.8%	14.8%
偿债能力				
资产负债率 (%)	41.9%	51.4%	45.9%	50.0%
净负债比率 (%)	72.3%	105.6%	84.8%	100.2%
流动比率	1.67	1.65	2.06	1.99
速动比率	0.79	0.76	1.24	1.12
营运能力				
总资产周转率	2.04	1.80	1.82	1.80
应收账款周转率	20.17	21.13	20.97	20.89
应付账款周转率	12.67	8.51	9.53	9.54
每股指标 (元)				
每股收益	0.62	0.81	1.21	1.67
每股经营现金流 (摊)	0.48	0.64	0.66	1.30
每股净资产	3.89	4.70	5.91	7.59
估值比率				
P/E	25.63	19.74	13.24	9.61
P/B	4.09	3.42	2.72	2.12
EV/EBITDA	20.29	16.60	10.66	7.28

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。