



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

“品牌+代理”双轮驱动，焕新升级构建美妆全生态

买入（首次）

行业：美容护理
日期：2022年11月25日

分析师：彭毅
Tel: 021-53686136
E-mail: pengyi@shzq.com
SAC 编号: S0870521100001
联系人：王盼
Tel: 021-53686243
E-mail: wangpan@shzq.com
SAC 编号: S0870121120007

■ 投资摘要

自有+代理品牌双轮驱动，业绩逐渐回暖

公司最早由自有品牌御泥坊起家，凭借率先进入电商渠道获取流量红利，随后公司先后推出大水滴、小迷糊、花瑶花等多个自主品牌，针对不同细分人群或者特定场景需求，增大消费者覆盖面。在自有品牌建设同时公司也不断扩大代理业务，公司目前与强生、城野医生、KIKO等30余个品牌达成代理合作关系，自有+代理品牌双轮驱动策略取得初步成效。22Q1-Q3公司实现营收33.43亿元，同比增长0.91%。

焕新升级自有品牌，布局多元产品形态

公司持续推进自有品牌升级，核心品牌御泥坊完成品牌升级焕新，整体设计以新唐风为特色，以更加年轻化的形象吸引覆盖更多的消费者，扩大品牌知名度。品牌联合知名院士研发出小分子玻尿酸，并以此为基础推出微800玻尿酸次抛，扩充产品品类，有望成为御泥坊品牌又一大单品。小迷糊品牌重新确立产品定位为年轻肌科学护肤，并更改了品牌IP，树立科学护肤全新形象，基于用户调研数据研发出肌肤源力因子，对产品功效进行全面升级。

收购海内外品牌，进军中高端国际市场

积极进行海内外并购，收购法国轻奢品牌佩尔赫乔中国区业务，法国高端护肤品牌伊菲丹。伊菲丹品牌定位高端，有助于公司补充高端化妆品价位段产品，并获取其在全球高端渠道的相关资源，未来或将推动公司国际化进程。入股青颜健康，完成口服美容产业的初步布局。

自有平台建设稳步推进，打造公司专属流量池

在线上流量分散化趋势背景下，公司投入自营平台建设，针对消费者和经销商分别推出了水羊潮妆和水羊直供平台，打造公司专属流量池。2021-2022H1水羊潮妆新增会员数超1300万，水羊直供2022H1新入驻合作分销商超7000家。公司私域运营持续发力，为2.1万用户提供了定制护肤解决方案，提升了用户粘性和复购率。

■ 投资建议

预计公司2022-2024年营业收入分别为52.46、64.71、82.19亿元；归母净利润分别为2.29、3.16、3.95亿元，对应EPS为0.59、0.81、1.02元/股，对应PE为20.26、14.70、11.75倍。国内护肤品市场景气度较高，消费者对于产品功效性诉求持续提升，对于小众品牌的关注度也在逐渐提高，使得护肤和代运营市场向好发展。水羊股份已逐渐形成自主+代理品牌双轮驱动格局，业绩重回增长快车道。一方面通过投资并购不断扩大业务范围，向大向美发展，收购Pier Auge中国业务、收购高端品牌伊菲丹、入股青颜健康等，不断丰富公司产品线广度；另一方面进行自主品牌焕新，积极搭建自有平台渠道，发力私域运营，并取得良好成效，旗下平台水羊潮妆、水羊直供发展势头良好。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ 风险提示

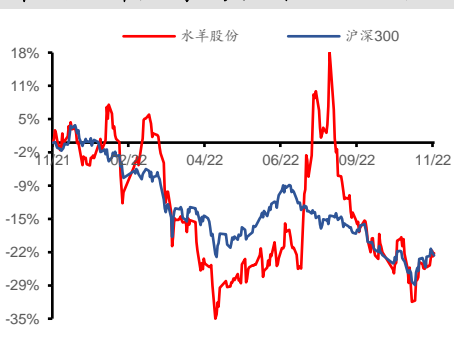
收购整合风险、平台发展不及预期风险、品牌升级不及预期风险、代运营需求不及预期风险。

■ 数据预测与估值

基本数据

最新收盘价(元)	12.76
12mth A 股价格区间(元)	10.61-19.36
总股本(百万股)	387.67
无限售 A 股/总股本	91.50%
流通市值(亿元)	45.26

最近一年股票与沪深300比较



相关报告:

单位：百万元	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5010	5246	6471	8219
年增长率	34.9%	4.7%	23.3%	27.0%
归母净利润	236	229	316	395
年增长率	68.5%	-3.1%	37.8%	25.1%
每股收益（元）	0.61	0.59	0.81	1.02
市盈率（X）	19.63	20.26	14.70	11.75
市净率（X）	2.90	2.54	2.16	1.83

资料来源：Wind，上海证券研究所（2022年11月24日收盘价）

目 录

1 “品牌+代理”双线并行，打造全美妆生态平台	6
1.1 线上淘品牌起家，多品牌多品类全渠道发展	6
1.2 股权结构集中，管理层运营经验丰富	7
1.3 公司战略转型期，营收保持快速增长	9
2 涂抹式面膜兴起，中小品牌加速代运营业务蓬勃发展	11
2.1 面膜品类持续保持高增长，功效成分助推产品升级	11
2.1.1 贴片式面膜成长迅速，复合功效受到青睐	13
2.1.2 创新品类助推涂抹式面膜增长，国货品牌消费占比上升	14
2.2 国际小众品牌关注度提高，驱动代运营商发展	16
3 品牌孵化复制能力优异，线上运营基因浓厚	18
3.1 代理品牌逆势增长，自有品牌客流提升	18
3.1.1 紧密合作强生，代理品牌表现亮眼	19
3.1.2 搭建自有平台，打开流量增长点	19
3.2 核心品牌不断拓宽领域，新锐品牌切入细分人群市场	20
3.2.1 御泥坊：打造唐风文化品牌，向全品类护肤拓展	21
3.2.2 大水滴：针对晚睡肌肤问题，解决熬夜爆痘痛点	24
3.2.3 小迷糊：年轻肌专属品牌，IP 联名打造畅销款	26
3.2.4 御：专研男士压力肌肤的护肤品牌	28
3.2.5 花瑶花：核心忍冬花成分，以花养颜五维修复	29
3.3 扩充研发队伍，打造研发生态平台	29
3.4 深耕电商平台基本盘，打造线上三大自有平台	31
3.5 不同品牌差异化营销，积极布局抖音新平台	33
4 进军高端市场，品牌焕新升级	34
4.1 收购外资高端线品牌，完善水羊生态布局	34
4.2 水羊智造基地投产，将成产能增长新引擎	38
4.3 打造线下中高端集合店水羊堂，完善线下零售布局	39
5 盈利预测&投资建议	40
5.1 盈利预测	40
5.2 投资建议	41
6 风险提示	42

图

图 1 公司发展历程	7
图 2 公司股权结构（截至日期：2022 年 11 月 15 日）	7
图 3 股权激励条件	8
图 4 2019-2022Q1-Q3 公司营业收入及增速	9
图 5 2019-2022 Q1-Q3 公司归母净利润及增速	9
图 6 2019-2021 年公司分产品营收占比，%	10
图 7 2019-2021 年公司分地区营收占比，%	10
图 8 2021 年可比公司销售净利率	10

图 9 2021 年可比公司销售毛利率	10
图 10 2021 年可比公司销售费用率	11
图 11 2021 年可比公司研发费用率	11
图 12 中国淘系护肤一级市场类目分析.....	12
图 13 部分面膜品牌增长速度, %	13
图 14 中国贴片式膜市场规模, 亿元	14
图 15 功效宣称占比情况, %.....	14
图 16 阿里平台涂抹式面膜市场规模, 亿元	14
图 17 消费者购买面膜考虑因素, %.....	14
图 18 熬夜带来的肌肤问题.....	15
图 19 夜间是护肤黄金时间.....	15
图 20 涂抹式面膜品牌集中度, %	16
图 21 涂抹式面膜国货品牌占比, %.....	16
图 22 代运营模式品类占比变化情况, %	17
图 23 水羊潮妆小程序主页面	20
图 24 品牌发展历史.....	21
图 25 御泥坊联合国家宝藏礼盒.....	22
图 26 产品 U 型包装设计.....	22
图 27 九道水飞工艺.....	23
图 28 再生素调节肌肤节律.....	26
图 29 小迷糊产品体系	27
图 30 小迷糊全新 IP 形象.....	28
图 31 小迷糊星际盲盒系列.....	28
图 32 肌肤源力因子产品效果	28
图 33 御产品系列	29
图 34 花瑶花五维美肌配方效果.....	29
图 35 花瑶花忍冬花系列.....	29
图 36 研发人员数量及占比, 人, %.....	30
图 37 2021 年公司研发人员学历分布, 人	30
图 38 水羊联盟部分成员.....	30
图 39 公司自有平台与第三方平台增速, 亿元, %.....	32
图 40 御泥坊四阶段营销.....	33
图 41 七夕推广活动.....	34
图 42 小迷糊年轻力海报.....	34
图 43 伊菲丹入驻中国	35
图 44 伊菲丹西安 SKP 门店	35
图 45 品牌专利证书.....	36
图 46 青颜博士主要产品.....	36
图 47 戴摩道客产品图	37
图 48 水羊智造基地效果图.....	38
图 49 水羊智造内部.....	38
图 50 拟入驻水羊堂品牌.....	39

表

表 1 公司部分高管履	8
表 2 股权激励人员	9
表 3 涂抹式面膜和贴片式面膜对比	12
表 4 主要急救场景下的护肤需求	16
表 5 运营模式对比	17
表 6 国内主要电商运营平台	18
表 7 公司代理部分品牌	19
表 8 入驻水羊潮妆部分品牌	20
表 9 公司主要品牌	21
表 10 御泥坊面膜产品矩阵	23
表 11 不同大小玻尿酸功效	24
表 12 大水滴品牌系列	25
表 13 大水滴品牌系列	26
表 14 目前研发项目	31
表 15 公司线上主要销售模式	32
表 16 伊菲丹主要产品	35
表 17 Pier Auge 系列产品	36
表 18 御泥坊全球基地	37
表 19 公司营业收入与毛利率预测（单位：百万元，%） ..	40
表 20 分板块可比公司估值对比	42

1 “品牌+代理”双线并行，打造全美妆生态平台

1.1 线上淘品牌起家，多品牌多品类全渠道发展

聚焦自主品牌，“品牌+代理”双轮驱动发展。水羊股份是一家以美妆自主品牌和品牌代理为主要业务的企业，聚焦核心自主品牌业务，旗下拥有御泥坊、小迷糊、大水滴等多个自主品牌。同时，公司依托 2018 年推出的线上自有平台水羊国际，作为国际品牌的中国代理商，代理城野医生、强生等国际知名品牌。公司坚持“多品牌、多品类、全渠道”发展战略，目前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。公司发展历程可以分为以下三个阶段：

第一阶段，品牌初创期（2006-2011 年）：2006 年，御泥坊品牌诞生，同年御家汇前身为长沙百拍网络科技有限公司成立。2010 年，御泥坊登陆天天向上，品牌获得了一定关注度。2011 年，花瑶花品牌创立，公司品牌建设初见成效。

第二阶段，品牌快速发展期（2012-2017 年）：2012 年，公司获得深创投投资，发展进入快车道。2013 年，小迷糊品牌诞生，定位年轻肌科学护理。2014 年，公司获顺为基金投资，雷军担任公司董事；公司接连推出大水滴、御 MEN 等多个品牌，品牌矩阵初步建立。2017 年，公司与强生集团达成合作，成为其在中国的代理商。

第三阶段，品牌焕新升级期（2018 年-至今）。2018 年，公司成功在 A 股上市，2018 年 6 月，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。2019 年，水羊智造基地动工，品牌规模扩张提上日程。2021 年，公司升级为水羊股份，并确立“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，最终实现“多品牌、多品类、多业务、全渠道”全方位发展，争做中国美妆领头羊。

图 1 公司发展历程

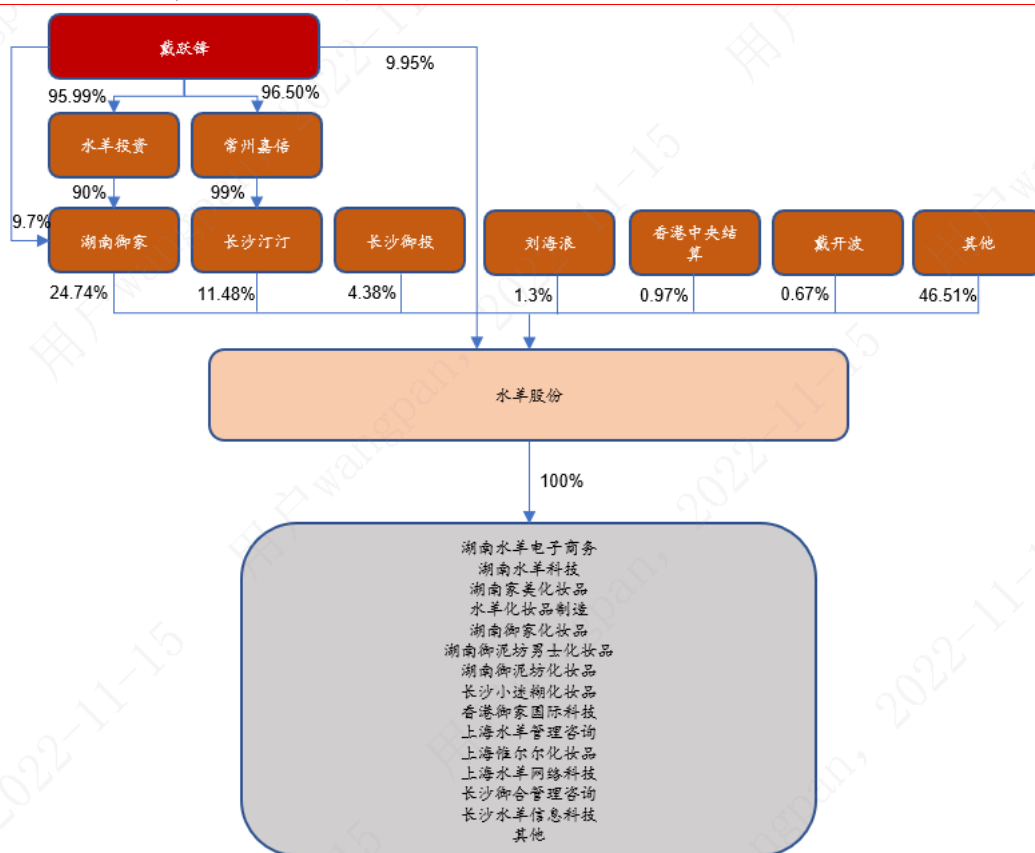


资料来源：公司官网，上海证券研究所

1.2 股权结构集中，管理层运营经验丰富

公司股权结构集中，实控人合计持股 43.5%。公司实际控制人为戴跃锋，截至 2022 年 11 月 15 日，戴跃锋直接持股为 9.95%，并另外持有水羊投资 95.99%的股份和常州嘉倍 96.50%的股份，通过两家公司旗下的湖南御家和长沙汀汀间接持有公司合计约 33.5%的股份，合计持有公司 43.5%股份。

图 2 公司股权结构（截至日期：2022 年 11 月 15 日）



资料来源：Wind，公司年报，上海证券研究所

请务必阅读尾页重要声明

高管拥有深厚行业背景。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，曾被阿里巴巴评为全球十佳网商，其主导设计的护肤品曾获得德国红点设计大奖，主要参与多项护肤品配方及独有成分的研发，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总部总监，具有十多年的行业经验；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等，具有丰富的运营经验；董事宾婧历任公司花瑶花品牌总监，御泥坊 KA 渠道总监，现任水羊国际副总经理。管理层丰富的经验助力公司更好地把握行业发展趋势，为公司长远发展保驾护航。

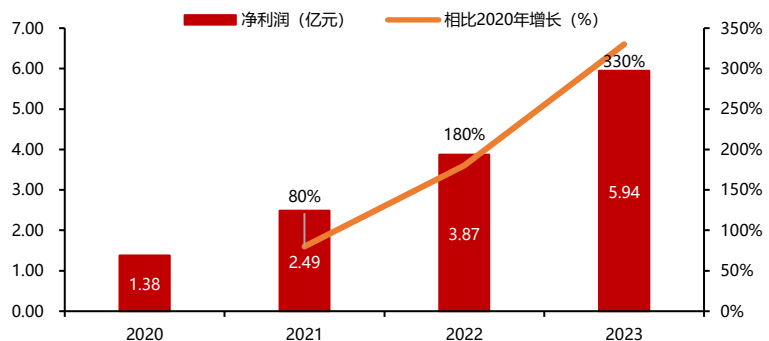
表 1 公司部分高管履

姓名	职位	年龄	学历	曾任职
戴跃锋	总经理	39	本科	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，长沙市百年蓼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。御家汇创始人
吴小瑾	副总经理、董事会秘书	40	博士	曾任职于拓维信息系统股份有限公司证券部
晏德军	副总经理、财务总监	52	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
黄晨泽	副总经理	32	本科	曾任小迷糊品牌总监

资料来源：公司年报，上海证券研究所

发布股权激励，着眼公司中长期发展。2021年4月，公司发布新一期股权激励方案，以2020年净利润为基数，2021-2023年公司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2.49/3.87/5.94亿元，同比增速分别不低于80.0%/55.6%/53.6%。股权激励计划的实施有助于激发高层管理人员的积极性，推动公司业绩增长，长期看也有助于公司实现转型升级，提高自主品牌的市场份额。

图 3 股权激励条件



资料来源：公司21年年报，上海证券研究所

表 2 股权激励人员

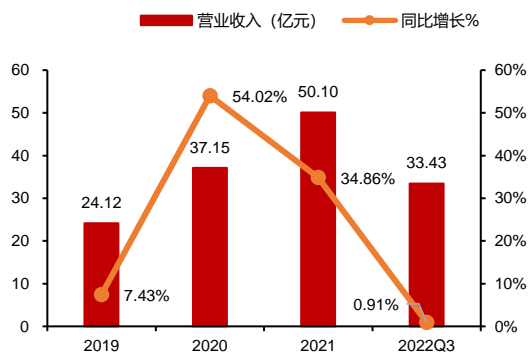
姓名	职位	数量(万股/万份)	占本次授予总数量比例(%)	占本次授予时公司总股本比例(%)
张虎儿	董事	3.7800	0.3860	0.0092
陈喆	董事	0.4500	0.0460	0.0011
戴跃锋	董事长, 总经理	150.0000	15.3185	0.3649
何广文	董事, 副总经理	0.4500	0.0460	0.0011
黄展泽	董事	102.8600	10.5044	0.2502
吴小瑾	副总经理, 董事会秘书	3.7800	0.3860	0.0092
晏德军	副总经理, 财务总监	2.6460	0.2702	0.0064
其他激励对象(449人)	董事会认为应当激励的其他人员	575.2401	58.7456	1.3994

资料来源: Wind, 上海证券研究所

1.3 公司战略转型期, 营收保持快速增长

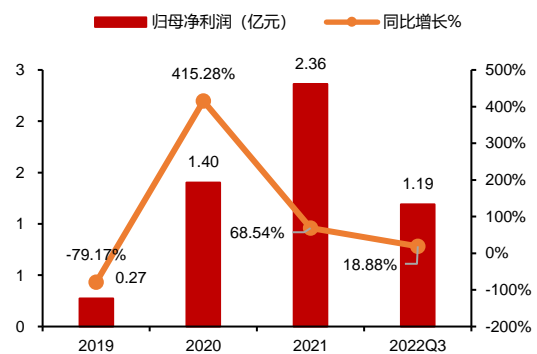
营业收入高速增长, 战略调整影响短期利润。2019-2021 年公司营业收入分别为 24.12/37.15/50.10 亿元, CAGR 为 44.12%, 公司营业收入持续高速增长。2022Q1-Q3 公司营业收入为 33.43 亿元, 同比增长 0.91%。近年来公司实施战略调整, 加大市场投入和渠道建设并补充运营人员, 完善中小品牌建设, 导致人力成本及营销投入增加, 影响短期利润。2019-2021 年公司归母净利润分别为 0.27/1.40/2.36 亿元, 2022Q1-Q3 实现归母净利润 1.19 亿元, 同比下降 18.88%。中长期伴随企业升级转型成功和子品牌建设取得进展, 公司盈利能力将大幅增强。

图 4 2019-2022Q1-Q3 公司营业收入及增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 5 2019-2022 Q1-Q3 公司归母净利润及增速



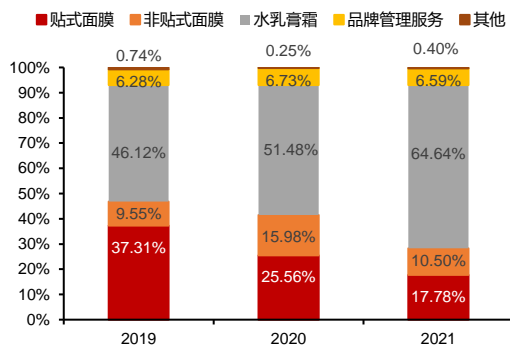
资料来源: Wind, 上海证券研究所

公司品类结构不断优化, 水乳膏霜占比快速增长。2019-2021 年, 公司营业收入主体由面膜类转变为水乳膏霜。2019 年, 面膜

请务必阅读尾页重要声明

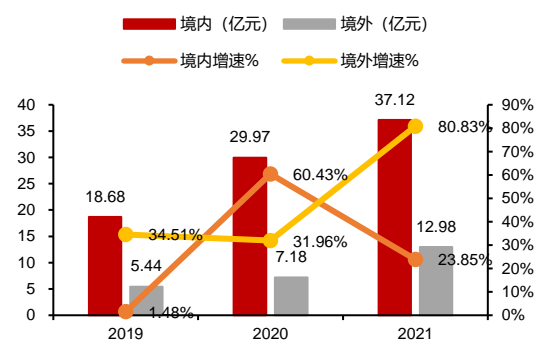
类产品营业收入为 11.30 亿元，占总营收的 46.86%，2021 年面膜类产品营业收入为 14.21 亿元，占总营收的 28.37%；水乳膏霜营收从 2019 年的 11.13 亿元上升至 2021 年的 32.39 亿元，占比为 64.64%。2018 年，公司推出线上平台水羊国际，现已与强生、城野医生等 30 多个国际品牌达成业务合作，品牌管理服务从 2019 年的 1.52 亿元上升至 2021 年的 3.30 亿元。

图 6 2019-2021 年公司分产品营收占比，%



资料来源：公司年报，上海证券研究所

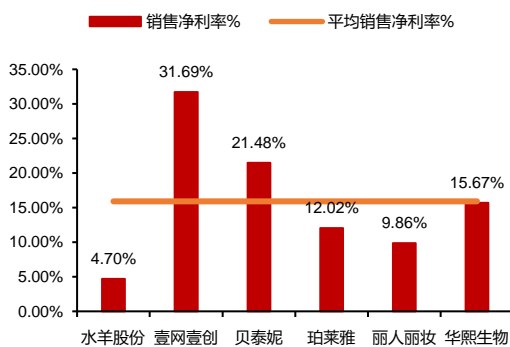
图 7 2019-2021 年公司分地区营收占比，%



资料来源：公司年报，上海证券研究所

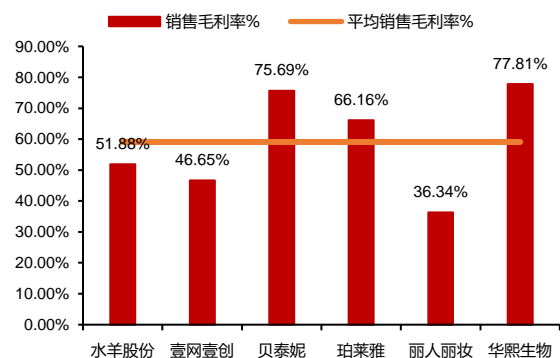
品牌开拓焕新升级期，毛利净利承压。2021 年，公司销售净利率为 4.70%，在同类公司中较为落后。由于公司近年来在大力打造新品牌和进行原有品牌升级转型，需要大量营销销售投入开拓市场，2021 年研发费用率为 1.32%，销售费用率为 40.50%。通过与超头主播以及众多 KOL 合作，能够将公司新产品迅速置于聚光灯下，提升品牌曝光量，有助于品牌抢占市场份额，建立品牌形象，从而实现用户留存复购，提升盈利水平。

图 8 2021 年可比公司销售净利率



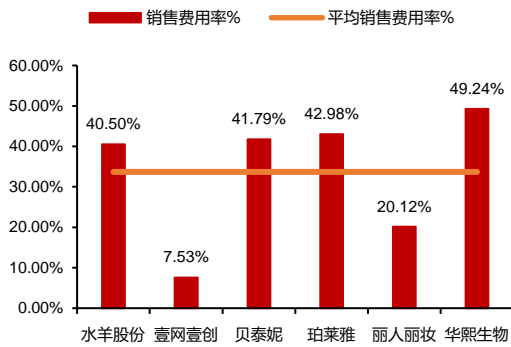
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 9 2021 年可比公司销售毛利率



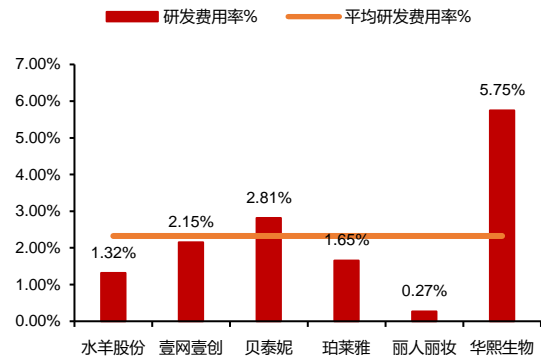
资料来源：Wind，上海证券研究所

图 10 2021 年可比公司销售费用率



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图 11 2021 年可比公司研发费用率



资料来源: Wind, 上海证券研究所

2 涂抹式面膜兴起，中小品牌加速代运营业务蓬勃发展

2.1 面膜品类持续保持高增长，功效成分助推产品升级

面膜根据产品的形态不同，主要分为贴片式面膜和涂抹式面膜两大类。贴片式面膜通常由织布制成，将调配好的高浓度营养精华液吸附在织布纸上，使用时敷在脸上即可。涂抹式面膜一般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。

两类面膜各有优点，长时间使用均易出现不良反应。涂抹式面膜的优点在于可以依据需求调整用量，分区护理较为方便。缺点主要是这种面膜一般需要多次使用，不停地开盖合盖将会使内容物频繁接触空气和手指或其他容器，导致细菌滋生，污染面膜。如果贸然使用被污染的产品，可能会引起皮肤不适等不良反应。贴片式面膜的优点在于独立包装一次性使用，通常不含有防腐剂，安全卫生，而且容易携带。除此之外，它还能让皮肤更好地与外界空气隔绝，使皮肤表面温度升高，提高精华液的吸收力，但护肤力度和准确度不如涂抹式面膜。另外，贴片式面膜因为与皮肤的贴合度高，容易对皮肤造成压力，如果长时间贴敷贴片式面膜贴，皮肤很容易出现发闷等不良反应。

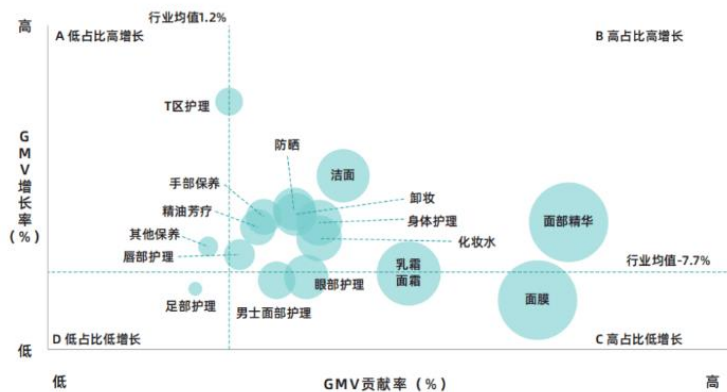
表 3 涂抹式面膜和贴片式面膜对比

	涂抹式面膜	贴片式面膜
介质	膏体、凝胶、乳霜	织布
优点	易于分区护理 依据需求调整用量	不含防腐剂，安全卫生 隔绝皮肤与空气，更好吸收
缺点	多次使用可能导致细菌滋生	护肤力度和准确度不足 长时间使用易出现不良反应

资料来源：广东药品监督管理局事务中心，上海证券研究所

面膜销售带动护肤类目增长，国内外品牌积极布局面膜市场。《2022 年面膜品类趋势洞察报告》显示，2020 年 9 月-2021 年 9 月，淘系平台护肤一级类目中，面膜 GMV 贡献率和 GMV 排名均位居前 2；快手、抖音平台美妆直播带货销量 TOP20 细分品类中，面膜排名第一。国内外大牌纷纷入局面膜市场，巴黎欧莱雅、珀莱雅、高姿、薇诺娜等综合性品牌均打造出了具有影响的面膜单品。

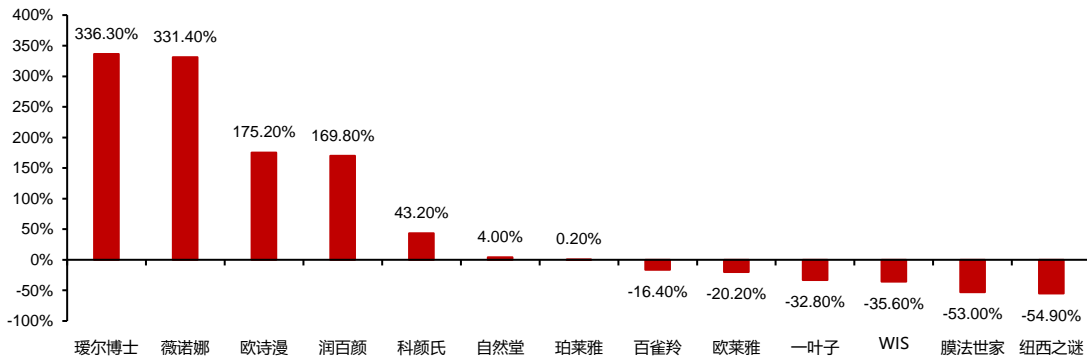
图 12 中国淘系护肤一级市场类目分析



资料来源：青眼，上海证券研究所

国产面膜增长强劲，强功效产品成为破局关键。消费者对面膜的功效需求逐渐由基础功效转向多功能、高功效，购买面膜的频次和投入面膜消费的总金额均持续提升。部分国产品牌面膜以强功效型面膜产品突围，发展势头相较于进口品牌更为强劲。2021 年全网面膜零售额 TOP20 品牌中，薇诺娜、瑗尔博士主打功效型护肤的面膜产品增长率突破 300%，增速远超其他进口及国产品牌。

图 13 部分面膜品牌增长速度，%



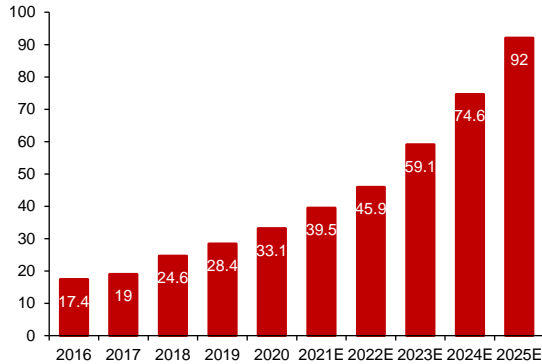
资料来源：青眼，上海证券研究所

2.1.1 贴片式面膜成长迅速，复合功效受到青睐

贴片式面膜成长迅速，市场空间或达百亿级别。贴片类的专业皮肤护理产品通常为贴合脸部形状的面膜布，通常具备清洁、保湿、祛斑、美白、抗皱、修护、舒缓、祛痘等功能。贴片类专业皮肤护理产品市场规模及增长速度快于整体皮肤护理产品市场，市场发展潜力较大。根据弗若斯特沙利文数据，中国贴片类专业皮肤护理产品市场（膜、贴）规模由 2016 年的 17.4 亿元增长至 2020 年的 33.1 亿元，年均复合增长率为 17.44%。随着国内行业进一步规范及居民保养意识进一步提升，国内贴片类专业皮肤护理产品行业将继续稳步增长，预计市场规模将在 2025 年增长至 92 亿元，年均复合增长率为 23.54%。

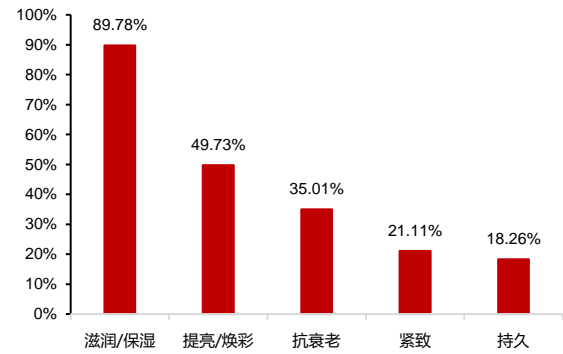
复合功效性面膜产品受到消费者青睐。据美丽修行大数据显示，2022 年 1-5 月成功备案的面膜产品约为 1.2 万件，面膜品类仍处于快速发展阶段（来源）。在消费者对功效的重视，功效性成分被广泛添加进贴片式面膜当中，主打补水保湿功效的透明质酸钠应用最为广泛，紧随其后的分别是具有美白、舒缓、抗氧化、修护功能的烟酰胺、积雪草、肌肽、角鲨烷等功效成分。多功效成分的加入使贴片式面膜能够满足消费者多样化需求，并且具有复合功能的面膜也成为产品亮点。据英特敏统计，近三年贴片面膜 TOP10 定位宣称中，滋润保湿为贴片式面膜的主要宣称功效，另外提亮、抗衰、美白等功效也越来越受品牌和消费者的青睐。

图 14 中国贴片式面膜市场规模，亿元



资料来源：弗若斯特沙利文，上海证券研究所

图 15 功效宣称占比情况，%

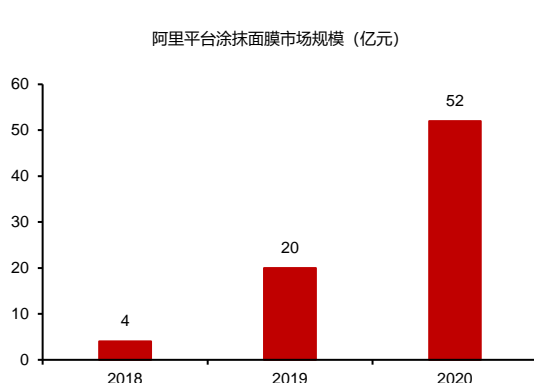


资料来源：英特敏，上海证券研究所

2.1.2 创新品类助推涂抹式面膜增长，国货品牌消费占比上升

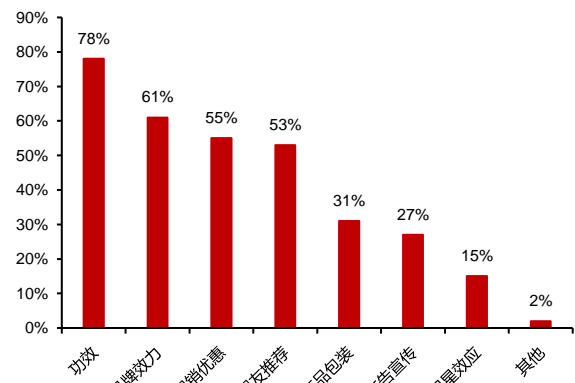
疫情宅经济推动涂抹式面膜增长。疫情期间消费者养成了宅家精细护肤习惯，具有定制属性与仪式感的涂抹式面膜重新受到青睐。另外消费者也存在熬夜、晒后、换季等特殊场景下的护肤需求，涂抹式面膜凭借比贴片式面膜更贴合面部、可以分区护理等优势，迎来高速增长阶段。根据天猫面膜白皮书，涂抹面膜近年增长显著，增速远超面膜品类整体和美容护肤大类，MAT2021 购买人数和次数均增加五成左右。

图 16 阿里平台涂抹式面膜市场规模，亿元



资料来源：青眼，上海证券研究所

图 17 消费者购买面膜考虑因素，%



资料来源：青眼，上海证券研究所

消费升级与科学护肤打开市场空间。随着成分党的兴起、护肤步骤细分化及分区域局部护理认可度提升，消费者对涂抹式面膜功效及成分关注度提高。据《2021 天猫涂抹面膜消费洞察白皮书》显示，涂抹式面膜消费人群分布与整体面膜市场相似，以 Z 世代和二线城市女性为主导，其中 00 后消费人数在迅猛增长，将成为未来消费的主力。在消费者年轻化与成分党的双重加持下，具有高端或者复合成分的品牌拥有充分的定价权，涂抹面膜的客单价也随之迎来上涨。据天猫数据显示，2020 年涂抹面膜的客单价为 91.2 元，2021 年 4 月涂抹面膜客单价为 124.3 元，高于面膜品类近 30 元，同比增长 36.3%，消费者科学护肤诉求为涂抹式面膜市场发展提供了广阔的空间。

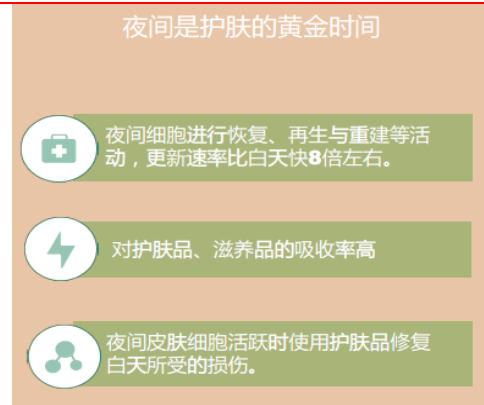
熬夜带来肌肤问题增加，推动夜间修复面膜发展。从睡眠健康趋势调查来看，超两成国民在午夜 24 点后入睡，习惯性熬夜、报复性熬夜成为熬夜的主要原因，熬夜一族主要面临干燥缺水、肤色暗黄等肌肤问题，催生了针对解决熬夜场景下肌肤问题的涂抹面膜。夜间是护肤的黄金时间，夜间细胞进行恢复、再生与重建等活动，更新速率比白天快 8 倍左右，对护肤品、滋养品的吸收率高，同时夜间皮肤细胞活跃，能较好修复白天所受的损伤。在消费人群上熬夜面膜消费者偏好有所差异：90 后和一二线城市的消费者偏好可以边熬夜边修护的涂抹面膜；85 后则更加偏爱具有夜间修复功能的面膜产品。

图 18 熬夜带来的肌肤问题



资料来源：2021 年天猫面膜消费趋势白皮书，上海证券研究所

图 19 夜间是护肤黄金时间



资料来源：2021 年天猫面膜消费趋势白皮书，上海证券研究所

高护肤效率需求增长，急救面膜成为新兴品类。在现代快生活节奏下，新一代消费者对护肤效率和效果提出了更高要求，主打快速见效的急救面膜成为消费者关注点。急救面膜从细分市场入手占据了消费者心智，抓住了消费者在晒后、爆痘、妆前等紧急场景下遇到的肌肤问题，以及快速满足消费者的护肤需求。90

请务必阅读尾页重要声明

后、95后、高线城市及相对较高购买力的部分人群遇到的紧急护肤场景相对更多，在急救护肤需求上更加迫切，需求上更偏好急救面膜。舒缓修复、补水保湿成为主打功效，以应对急救护肤场景，同时紧拉提质、毛孔收缩、抗纹去皱等功效的消费也在高速增长。

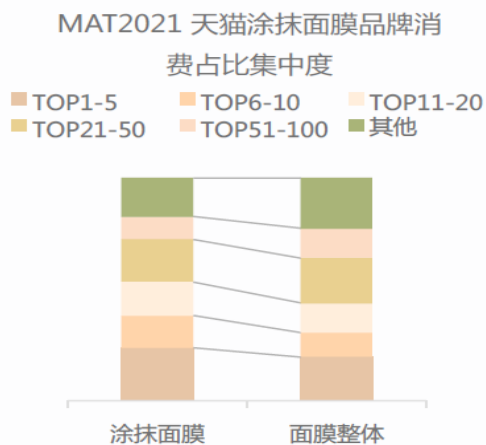
表 4 主要急救场景下的护肤需求

主要场景	肌肤问题	护肤需求
晒后急救	晒红晒伤、晒黑、脱皮等	晒后补水、修复褪红、美白提亮
爆痘急救	上火、姨妈期、熬夜等导致的皮肤爆痘、黑头问题	祛痘、舒缓修复
妆前急救	肌肤缺水、底妆卡粉不服帖、脸色差、肌肤暗沉	急救补水、肌肤清洁、去黄提亮、改善暗沉
换季急救	冬季、换季等导致的肌肤敏感、过敏、干燥、粗糙	补水、镇静去红、修复肌肤屏障

资料来源：2021 天猫面膜消费趋势白皮书，上海证券研究所

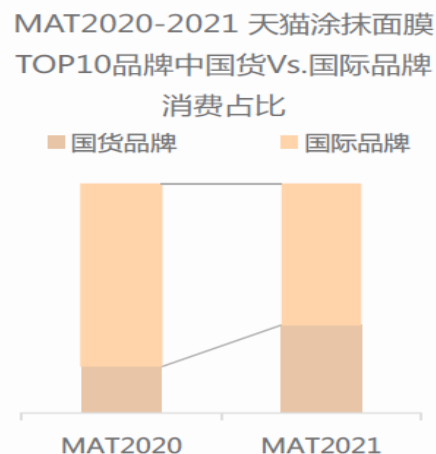
涂抹面膜国货品牌消费占比提升。越来越多品牌纷纷推出涂抹面膜产品，MAT2021 天猫涂抹面膜品牌数同比增长近 4 成，并且国货品牌整体市场份额进一步升高。涂抹面膜 TOP10 品牌市场集中度高于面膜品类整体，头部品牌表现更加强势，但头部品牌的更新迭代率更高，竞争较为激烈。同时 Top10 品牌中国货品牌消费占比升高，竞争力提升。部分国货品牌通过功效性成分复配，进一步促进整个品类的成分升级和功效升级，而掌握硬核科技和高性价比的产品会帮助品牌打造明星单品，从而占据消费者心智。

图 20 涂抹式面膜品牌集中度，%



资料来源：2021 年天猫面膜消费趋势白皮书，上海证券研究所

图 21 涂抹式面膜国货品牌占比，%



资料来源：2021 年天猫面膜消费趋势白皮书，上海证券研究所

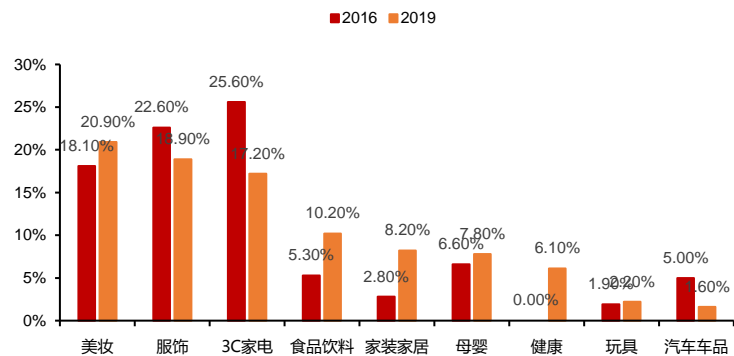
2.2 国际小众品牌关注度提高，驱动代运营商发展

代运营连接品牌方与消费者，美妆成为代运营市场中最大品类。电商代运营作为品牌与消费者之间的媒介，深度参与线上交

请务必阅读尾页重要声明

易的每一个环节，把平台、品牌和消费者串联起来。伴随着电商的成熟，电商代运营的市场体量快速攀升，据电数宝电商大数据库显示，2021年我国电商代运营市场规模达1.5万亿元，同比增长10%。其中在2019年美妆以超过20%的占比，一举超越服装和3C，成为使用电商服务最多的行业，美妆的繁荣发展也促使相关代运营市场景气度不断提高。和其他模式相比，美妆代运营模式和直营模式相比灵活度程度具有差异，直营能够根据具体情况调整战略，而代运营更容易受到合作品牌的影响。另外，美妆代运营模式与经销模式相比也有一定差别，经销是通过赚差价的方式盈利，代运营通过抽佣获利，二者的资产流动量有较大差别。

图 22 代运营模式品类占比变化情况，%



资料来源: Iresearch, 上海证券研究所

表 5 运营模式对比

电商零售、电商分销、电商代运营三种模式的主要差异如下表所示:

项目	电商零售	电商分销	电商代运营
店铺所有者	公司	下游电商客户	品牌方
公司向直接客户销售前商品所有权人	公司	公司	品牌方
营销费用主要承担者	公司	公司和下游电商客户	品牌方
公司利润来源	货物购销差价	货物购销差价	服务收入和运营成本的差额
主要资金流			

资料来源: 拉拉米招股书, 上海证券研究所

小众品牌关注度增加为代运营市场提供成长空间。小众美妆进口品牌迎合了新一代消费者对个性化和新奇的追求，并依托电商平台优惠政策，消费者的接受程度越来越高。电商渠道作为小众美妆品牌的主要发力点，有着举足轻重的作用。对于品牌方来说，面对快速演变的消费者需求和营销玩法，作出快速决策的最佳选择就是与稳定的第三方电商服务商合作，帮助其更好地运营。美妆品牌对代运营服务的需求，促使相关代运营公司不断兴起。

品牌电商服务趋向多元化，行业资源向头部聚集。目前，我国电子商务服务行业整体集中度不高，在品牌方对电商代运营服务细致化的要求下，品牌电商服务向多元化发展，从初期的基础服务（运营服务、客户服务）拓展至核心服务（IT 服务、营销服务、仓储物流服务）。电子商务服务行业的整合和洗牌亦随之加速，品牌向行业龙头集中。据网经社电子商务研究中心数据显示，2022 年电商代运营市场规模达 7342.28 亿元，同比增长 7.3%。2022 年上半年，电商代运营公司总营收约 39 万亿元，同比略有下滑，而前五大代运营公司营收较上年却是稳中有升，业绩再创历史新高。电商代运营行业经过多年的积累摸索，已经走向专业化、集中化，未来头部效应将愈发明显。

表 6 国内主要电商运营平台

公司名称	成立时间	主要业务范围	部分合作品牌	营收（亿元）
宝尊电商	2006	服饰、家电、3C 数码、家居建材、美妆、食品保健、母婴、汽车	耐克、苹果、微软、哈根达斯、蒙牛、汉堡王、立白	45.3
丽人丽妆	2010	国际美妆	雪花秀、雅漾、后、施华蔻、芙丽芳丝、奥伦纳素	15.03
壹网壹创	2012	美妆、日化品、家电	百雀羚、屈臣氏、泡泡玛特、星巴克	13.6
索象电商	2003	美妆、服饰、酒水、家电、食品母婴、日化品	HFP、小熊电器、元气森林、每日黑巧、Ubras	6.32
若羽臣	2011	母婴、保健品、个护家清、食品饮料	脉动、君乐宝、达能、Costa、素力高	5.56

资料来源：北青网，上海证券研究所

3 品牌孵化复制能力优异，线上运营基因浓厚

3.1 代理品牌逆势增长，自有品牌客流提升

请务必阅读尾页重要声明

3.1.1 紧密合作强生，代理品牌表现亮眼

专业海外品牌代理商，与强生紧密合作。公司作为海外品牌代理商，通过为海外品牌提供中国市场的全套解决方案，助力海外美妆品牌触达中国核心消费者。公司运营的跨境品牌涵盖轻奢到平价的美妆护肤全品类，包含美国强生、日本城野医生、意大利时尚彩妆品牌 KIKO 等。2017 年初，御家汇与强生签约，2020 年开始，水羊股份全面承接强生代理业务，品牌代理业务不断发展壮大。

丰富运营经验，代理品牌逆势增长。借助公司的专业运营团队、丰富的互联网操作经验及庞大的销售渠道，公司代理业务持续向好发展。公司代理的强生、城野医生、露得清、KIKO 等品牌的明星产品在线上销售可观。皮肤学护肤品牌城野医生明星单品 377 精华 2022 年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；露得清 2022H1 位居天猫 A 醇销量 TOP1，旗下大单品 A 醇晚霜在 618 期间蝉联天猫国际乳液面霜 TOP1；美斯蒂克通过大单品策略和抖音闭环打造，22H1 中国区品牌营收同比增长超 1300%；KIKO 大单品防晒粉饼 22H1 在淘系跨境渠道受疫情严重影响下，整体营收逆势增长，稳居淘系粉饼类目品牌 TOP1，站外小红书粉饼类目搜索排名荣登 TOP1。

表 7 公司代理部分品牌

品牌名称	国家	品牌定位	主要产品	价格带
强生	美国	个人护理品牌	沐浴露、婴儿用品等	10-200
城野医生	日本	专研功效性护肤	VC377 美白淡斑精华、毛孔细致水	100-500
露得清	美国	抗初老先锋	A 醇晚霜、挪威护手霜、A 醇眼霜	50-400
信健	美国	美国皮肤科医生推荐第一生发品牌	男士溶液型防脱发掉发喷雾剂、男士头发营养涂液	350-600
KIKO	意大利	米兰时装周御用彩妆品牌	防晒粉饼、明彩双头唇釉	100-300
ZELENS	英国	实验室抗衰品牌	养肤粉底液，Z22 精华油	280-1280
Cellex-C	西班牙	美妆品牌	HC 左旋 VC 精华、b5 精华	800-3000
美斯蒂克	西班牙	专业皮肤管理院线品牌	亮白饮口服液、亮白淡纹冻干粉	500-5000

资料来源：21 年年报，上海证券研究所

3.1.2 搭建自有平台，打开流量增长点

请务必阅读尾页重要声明

搭建自有美妆平台，私域流量增量提升。随着化妆品行业竞争日趋白热化，公司搭建自有平台聚集自有流量。2020年，公司推出直营平台水羊潮妆，打造数字化美妆平台，逐步构建自有流量池，并取得初步成效：2021年实现新增用户超千万，成交订单数同比增长80%，并成为支付宝美妆零售类小程序TOP1；2022H1平台新增会员数超300万，继续保持高速增长。公司同时拓展分销渠道水羊直供，2021年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，并协同多个品牌，实现全方位增长。

图 23 水羊潮妆小程序主页面



资料来源：水羊潮妆小程序，上海证券研究所

表 8 入驻水羊潮妆部分品牌

品牌	国家	定位
	西班牙	彩妆潮流品牌
	法国	国民香水品牌
	土耳其	国民护肤品牌
	意大利	草本膳补国民品牌
	美国	矿物质清洁美妆品牌
	澳大利亚	功能性防晒品牌
	瑞士	高端实验室抗衰品牌

资料来源：公司官网，公司年报，上海证券研究所

3.2 核心品牌不断拓宽领域，新锐品牌切入细分人群市场

请务必阅读尾页重要声明

差异化品牌矩阵，深研传统天然护肤。水羊股份旗下，有御泥坊、大水滴、小迷糊、花瑶花、御 MEN 等品牌，分别聚焦天然护肤、熬夜护理、青春护理、以花养颜、男士护肤领域，差异化的品牌定位覆盖主要护肤人群和特定需求，形成全方面的品牌矩阵。

表 9 公司主要品牌

品牌	定位	品牌简介
	天然护肤品牌	承袭大唐御方精妙，针对东方女性的肤质特点，从《千金方》、《外台秘要》等传世医典中汲取精髓，打造契合中国女性的护肤艺术品。
	补水修复品牌	风靡台湾护士圈十余年的熬夜肌护理品牌。用心呵护熬夜、晚睡肌肤之美。
	青春/IP 品牌	御泥坊旗下独立 IP 品牌，拥有自主创意形象“小迷糊”。小迷糊主张打破套路，致力于传递“简单小迷糊，天然水透肌”护肤态度。
	民族品牌	开创“以花养颜”理念，倡导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。
	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：公司招股书、官网，上海证券研究所

3.2.1 御泥坊：打造唐风文化品牌，向全品类护肤拓展

核心泥膜起家，全链路引流实现高增长。2006 年，水羊股份创始人戴跃锋正式拿到了御泥坊的网络销售代理权，2007 年御泥坊在淘宝开设门店，通过独特泥膜故事卖点迅速打开市场。2008 年，水羊股份完成了对御泥坊的收购，并通过全渠道引流，淘宝成交的商业模式步入高速成长的道路，销售额从 2010 年的 4000 万猛增到 2016 年的 10 亿元，6 年时间销售额增长 25 倍。2015 年获得雷军的顺为资本投资。2021 年，御泥坊品牌全新升级，将盛唐文化元素融入到品牌整体设计之上，打造多元新唐风风格的品牌形象。

图 24 品牌发展历史



资料来源：未来迹，上海证券研究所

独特唐风包装，传递盛唐文化卖点。御泥坊基于传承盛唐文化的民族护肤品牌的品牌定位，以 1400 年前的盛唐文化为品牌根基，从盛唐文化中提炼出飞天祥云、飞天披帛、仕女妆容等元素，并将这些元素融入到品牌的 LOGO、视觉标识、形象设计之上，打造品牌视觉形象的多元新唐风风格。品牌以诗词春江花月夜为灵感，基于东方女性肤质特点，研究盛唐古法，精选名贵原材，结合现代科技，推出全新春江花月夜系列产品。另外，御泥坊面膜采用 U 型独特的包装设计，不仅能够将精华集中，也增强了品牌辨识度和对年轻消费者吸引力。

图 25 御泥坊联合国家宝藏礼盒



资料来源：御泥坊官网，上海证券研究所

图 26 产品 U 型包装设计



资料来源：天猫官旗，上海证券研究所

深研传统古法工艺，大单品泥浆面膜进入新时代。据齐鲁壹点显示，御泥坊坚持研习盛唐古法工艺技术，目前已完成九道水飞法、八繁九制法、重酿发酵法三大古法研究。九道水飞法来自古籍，运用精选天然伊利水云母，并由 4 项现代专利制备技术加持，提取出可悬浮于水中、手粘如雾的泥浆精华，泥浆粒子直径可达 1.35 微米，可深入肌肤毛孔，清洁深处污垢，同时质感细滑圆润，兼具深层清洁能力和温和肤感。另外，御泥坊创新分子钉修护技术，可在皮肤表面形成耐水洗薄膜，帮助肌肤筑起保护墙，

请务必阅读尾页重要声明

强化屏障，缓解刺激。通过技术创新+配方创新，御泥坊为东方女性带来深层清洁+温和肤感+养肤的清洁体验，引领泥浆面膜领域3.0时代。

图 27 九道水飞工艺



资料来源：官旗，上海证券研究所

百万大单品累积良好口碑，核心产品升级巩固行业地位。公司对核心单品氨基酸泥浆面膜进行了全面升级，该产品获得了《瑞丽伊人风尚》的人气清洁面膜大奖，并且拿下“2020年天猫全年面膜销量第一”。高销量好口碑下凸显出产品核心竞争力和品牌良好形象，深化品牌护城河。

表 10 御泥坊面膜产品矩阵

品名	氨基酸泥浆精华面膜	美白嫩肤淡斑面膜	盈透黑面膜	果梅面膜
产品图片				

成分及功效	氨基酸： 保湿补水、舒缓修复、改善泛红 泥浆精华：强吸附力、清除污垢	光果甘草：淡化暗沉，天然美白 植物美白精华：温和亮颜	泥浆滤液：清洁控油、净化肌肤 竹炭黑膜：碳粒净肤、吸附油污 UNIHdra 配方：补水、锁水、养护	玻尿酸：密集补水、持续渗透 天然莓果：修复屏障，增强防御力 UNIHdra 配方：补水、锁水、养护
售价	109 元 /90ml	139.9 元 /20 片	499 元/20 支	109.9/21 片
天猫月销量	10000+	7000+	1000+	4000+

资料来源：天猫官方旗舰店，上海证券研究所

延展面膜领域，布局次抛产品。御泥坊从面膜出发，向成长性更强的次抛类别产品延展。齐鲁晚报显示，微 800 玻尿酸次抛精华是御泥坊新形象之后打造的又一大单品，公司联合中国工程院陈坚院士及团队，实现玻尿酸分子量突破 800 道尔顿，为市面上最小分子量的玻尿酸之一。并在微 800 精华中添加了 2% 高含量微 800da 玻尿酸，可快速穿透肌肤，抵达普通玻尿酸难以到达的真皮层，缓解外界刺激带来的皮肤敏感。微 800 次抛精华作为抖音开新日唯一的化妆品新品，公司与多位 KOL 发起联合活动，当日御泥坊成为抖音开新日美妆品牌总 GMV 第一。我们认为，御泥坊将品牌范围拓宽至新兴次抛市场，在强宣传的背景下，有望成为品牌第二增长极。

表 11 不同大小玻尿酸功效

玻尿酸分子量大小 (Da)	功效
30000	肌肤表层锁水
10000	修护角质层皮脂膜
2%高浓度 800	深入真皮层修护，巩固根基，提升耐受

资料来源：天猫官方旗舰店，上海证券研究所

3.2.2 大水滴：针对晚睡肌肤问题，解决熬夜爆痘痛点

晚睡带来肌肤问题，针对熬夜肌肤专研品牌。2022 中国睡眠研究报告显示，过去 10 年国人的入睡时间晚了两个多小时，睡眠平均时长从 2012 年的 8.5 小时缩减至 2021 年的 7.06 小时。调查显示仅 35% 的国人睡眠时间达 8 小时，新手妈妈、学生、职场人士睡眠问题突出。不规律的睡眠及压力，会影响内分泌代谢，造成皮肤水分流失，容易导致皱纹出现、皮肤暗淡、暗疮、黑眼圈加重等肌肤问题，催生熬夜护肤市场蓬勃发展。大水滴定位专业熬夜肌肤护理品牌，以专注、熬夜、治愈为核心，针对熬夜肌肤问题提供有效解决方案。

请务必阅读尾页重要声明

三大时间系列，满足差异化修复需求。根据肌肤生物节律，大水滴产品分为三大时间系列：22:00 晚安系列主要提供基础护理，针对熬夜初损伤，对熬夜肌肤进行调理及防护；00:00 深夜系列主要提供强效护理，针对长期熬夜问题肌，提供强效护理；03:00 未眠系列主要特殊护理，针对熬夜突发性问题，提供特殊护理。2022H1 公司聚焦 3 点祛痘精华打造大单品，斩获天猫、抖音、快手等多渠道祛痘精华销量 top1，全网销售超百万瓶，品牌 GMV 破亿。

表 12 大水滴品牌系列

系列	产品名称	图片	主要成分及功效	售价	天猫月销量
22 点晚安系列	22 点熬夜面膜		Clock-f: 提升皮肤 ATP 源头调节皮肤生物节律 微乳精华: 易吸收、持久滋润保湿	109.9 元/盒	1000+
	22 点熬夜洗面奶		Clock-f: 提升皮肤 ATP 源头调节皮肤生物节律 椰油酰甘氨酸甲基复配成分: 温和型清洁 cationHA 保湿因子: 提升皮肤含水量、增强皮肤内部屏障功能	99.9 元/100g	800+
0 点深夜系列	0 点熬夜霜		麦角硫因+VC: 清理自由基、减少皮肤受损、抗氧化 角鲨烷+霍霍巴籽油: 强保湿、修护表层屏障 植物根茎提取物: 改善皮肤敏感	149.9 元/15g	1000+
	0 点熬夜精华		微囊烟酰胺+传明酸: 改善黑色素 VC+神经酰胺: 改善熬夜暗沉、强韧肌肤屏障	309.9 元/30ml	100+
3 点未眠系列	3 点祛痘精华		水杨酸: 剥落角质、疏通毛孔 烟酰胺: 改善表皮肌肤、减少留印 胶态硫: 加速瘪痘、减少反复 氧化锌: 收敛毛孔、吸收油脂	179.9 元/20ml	20000+

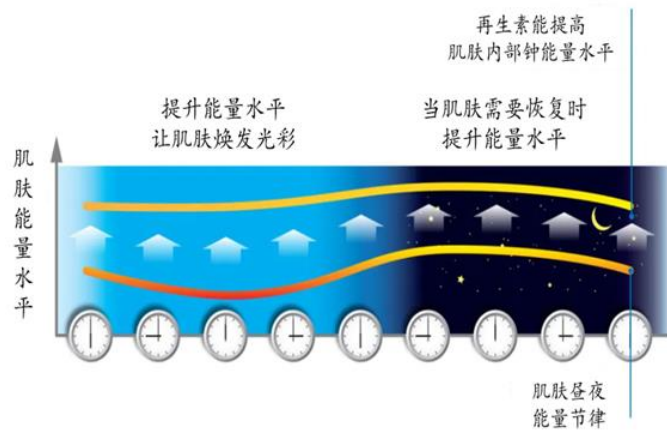
资料来源: 天猫官方旗舰店, 上海证券研究所

基于生物节律分子级护肤，AI 引导消费者科学选择。公司根据 2017 年诺贝尔奖成果昼夜节律分子调节机制，开发出专利 Clock-f，能够从皮肤 ATP 源头调节皮肤生物节律。其中，酵母糖蛋白+氨基酸成分能够有效调节皮肤修复能力；生物节律肽能够促

请务必阅读尾页重要声明

进 ATP 生成，助力夜间皮肤修护，腺苷能够促进合成 ATP，为修复皮肤供能。通过分子层面调节肌肤节律，并辅以肌肤修护成分，达成治标又治本效果。大水滴品牌也率先搭建了专属熬夜肌肤数据库，借助 AI 科技实现对熬夜肌五大维度的分析及检测，帮助用户更好的识别和判断自身的肌肤问题，从而更好更有针对性的选择对应的护理产品。

图 28 再生素调节肌肤节律



资料来源：DSM，上海证券研究所

3.2.3 小迷糊：年轻肌专属品牌，IP 联名打造畅销款

品牌全新升级，定位年轻肌科学护肤。小迷糊创立于 2014 年，定位于年轻肌肤护理专家。产品主要有面膜、水乳套装等，与核心品牌御泥坊形成差异化竞争格局。2022 年 8 月，小迷糊对品牌进行了全新升级。基于近千名用户一对一的调研访谈，小迷糊锁定年轻肌科学护理赛道，倡导科学护肤不过度，致力于为年轻肌提供科学有效的肌肤护理，率先开启年轻肌科学护肤时代。

表 13 大水滴品牌系列

面膜系列				
玻尿酸补水面膜	鲜果多效面膜	龙血树控油面膜	维生素多效面膜	烟酰胺美白面膜
				
99.9 元-119.9 元/20 片				
玻尿酸补水套装	高保湿套装	控油净颜茶树套装	美白烟酰胺套装	补水修护救急套装
				
89.9 元-289 元/套				

资料来源：天猫官方旗舰店，上海证券研究所

图 29 小迷糊产品体系



资料来源：小迷糊官网，上海证券研究所

创新使用 IP 人设，推出多款联名产品。小迷糊品牌成立之初就打造了品牌 IP 形象，并围绕 IP 不断尝试内容建设的突破与创新，先后与阿狸、樱桃小丸子、加菲猫、制冷少女等众多知名 IP 联名合作，成功打入年轻人消费市场。小迷糊在 2021 双十一期间推出了星际盲盒系列，邀请粉丝共创盲盒主题故事与人物形象。星际盲盒系列的 3D 短片在微博上的播放量已经超过 2000 万。通过 IP 人设+盲盒设定，对准了当下年轻护肤消费市场的新需求，进一步

请务必阅读尾页重要声明

实现了护肤与潮玩的结合，提升了大众对小迷糊品牌的认知度，为小迷糊 IP 带来了更多的附加价值。

图 30 小迷糊全新 IP 形象



资料来源：大众网，上海证券研究所

图 31 小迷糊星际盲盒系列



资料来源：生活商报，上海证券研究所

大量样本研究年轻肌问题起源，打造独家肌肤源力因子。通过 800 万年轻肌样本量的特定研究及追踪，科研人员从仿生植物学获得灵感，创造出肌肤源力因子，由滨海刺芹、海茴香、高山火绒草三种极端环境下的高能植物愈伤组织，经超临界提取，通过激活肌肤抗氧化、细胞外基质生成等多种方式来提升肌肤的自我调节能力，提升肌肤的自护力。源自天然的肌肤源力因子顺应了不过度护肤的品牌理念，打开了下一个年轻肌护理的方向。

图 32 肌肤源力因子产品效果



资料来源：凤凰网，上海证券研究所

3.2.4 御：专研男士压力肌肤的护肤品牌

专研男士压力肌，品牌迎来全新升级。御是水羊股份旗下专业男士护肤品牌，拥有专为男士研发的有效控油 uniClear® 均衡配方，旨在为男士提供专业高效的护肤产品。旗下有 03#、05#、

请务必阅读尾页重要声明

07#产品系列，分别解决轻度、中度、重度压力肌问题。目前御正在品牌升级进程当中，已经完成消费者触点及产品升级，通过不断拓宽男士消费人群打开品牌增长曲线。

图 33 御产品系列



资料来源：御官方旗舰店，上海证券研究所

3.2.5 花瑶花：核心忍冬花成分，以花养颜五维修复

基于核心忍冬花成分，传递以花养颜观念。花瑶花来源于少数民族花瑶村落，开创了以花养颜理念，基于核心原料忍冬花，复配 10 种天然花粹，诞生了 Flomiracle 五维美肌配方，从弹、润、亮、紧致、细腻五个维度精准修复，强韧肌底，通过以花养颜来传递品牌健康美肌的理念。

图 34 花瑶花五维美肌配方效果



资料来源：花瑶花官网，上海证券研究所

图 35 花瑶花忍冬花系列



资料来源：花瑶花官网，上海证券研究所

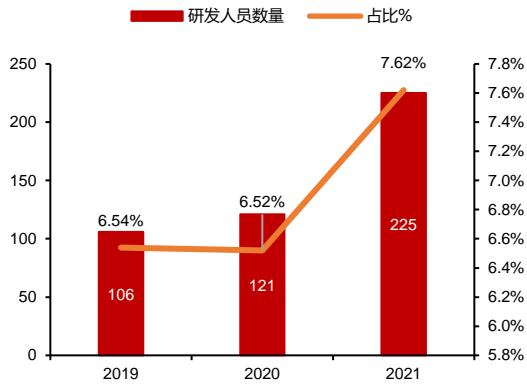
3.3 扩充研发队伍，打造研发生态平台

研发投入增强，研发队伍不断壮大。公司近年持续加大研发投入，研发人员数量显著增长，从 2019 年的 106 名扩大至 2021

请务必阅读尾页重要声明

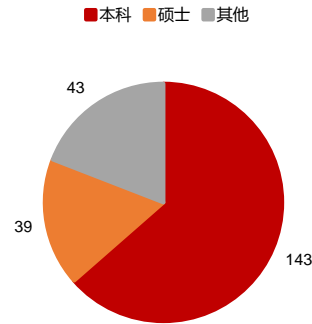
年的 225 名，占全体员工数的 7.62%，其中硕士学历人数为 39 名，同比增加 14 名，通过高层次人才引进保证了公司研发队伍的竞争力，有助于研发成果的落实与转化。

图 36 研发人员数量及占比，人，%



资料来源：公司年报，上海证券研究所

图 37 2021 年公司研发人员学历分布，人



资料来源：公司年报，上海证券研究所

联合高校企业创建美妆生态联盟，全力支持优秀品牌发展。公司从内到外打造美妆产业健康发展的生态平台，大力支持优秀品牌的发展，与江南大学、湘雅医院、中南大学、中国农业科学院、言安堂、和力泰等机构签约，强强联手成立水羊生态联盟。水羊股份对联盟成员开放公司研发实验室、免费使用实验室专业设备及原料、共享产品开放平台及肤感测试平台以及产品质检等多项举措，为成员全方面提供产业赋能支持，助力美妆细分龙头发展成长。

图 38 水羊联盟部分成员



资料来源：长沙高新区，上海证券研究所

水羊创新中心整合全球资源，细分研发中心推动研发专精化。公司设立水羊创新研发中心，整合全球科学研究资源，与国内外知名大学、研究所以及专家院士合作，应用生命科学、皮肤医学、化学、材料学等多学科领域的最新技术，取得卓越成效。2021 年公司共申请 38 项专利，其中包括 17 项发明专利。公司继续推动实

请务必阅读尾页重要声明

施大研发、大投入，原料化、品类化的战略，在原料端进行独特原料研发、工艺的研发，在品类端公司搭建了以细分品类为基础的研发中心，如面膜研发中心、精华研发中心，多方面推动研发的精细化和专业化。

产学研合作，持续推动创新成果转化。公司签约中国工程院陈坚院士作为公司首席科学家，并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。

表 14 目前研发项目

项目名称	进行阶段	预期效果
重组水蛭透明质酸酶的发酵技术开发	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，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
化妆品功效的体外评价技术开发	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
生物节律在皮肤中的生物学效应与应用	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
视黄醇在化妆品中的应用技术开发	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

资料来源：公司年报，上海证券研究所

3.4 深耕电商平台基本盘，打造线上三大自有平台

渠道流量红利衰退，全渠道布局争当领头羊。随着消费者的美妆消费习惯不断趋于成熟与专业，渠道流量红利逐步消退，美妆品牌的线上运营更加碎片化、精细化。水羊股份凭借拥有海内外资源整合、多品牌打造、产品研发、市场推广、渠道布局的核

心优势，着力打造多品牌、多品类、多业务、全渠道的美妆全生态集团。

深耕淘系平台基本盘，全渠道入驻电商平台。2022H1，公司九成以上营收来自线上，四成来自淘系平台。目前公司在淘系平台上通过自营、经销、代销等多种模式进行产品销售，在淘系大盘流量增长趋缓的背景下，2022H1 公司新增网店 49 家，网店数目达 222 家，继续保持高速扩张。公司以淘系平台为基本盘，并全域布局京东、唯品会、抖音、快手、拼多多等主流电商平台，实现线上的全渠道覆盖。

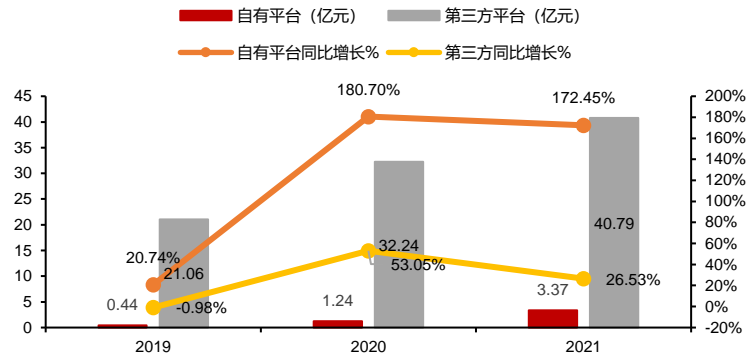
表 15 公司线上主要销售模式

销售模式	代表平台	销售方式
自营		货款支付至第三方平台，确认收货后取得收入
经销		交付客户指定接收方，签收后确认收入
代销		收到客户确认的结算清单时确认收入

资料来源：公司半年报，上海证券研究所

三大自有平台差异化定位，营收持续保持高速增长。随着流量分散化、淘系渠道增长陷入停滞，公司积极布局拥有更多控制权的自有平台。公司于 2018 年推出了独立开放平台水羊国际，为海外进入中国市场的美妆品牌提供资本、品牌、产品等多维度的赋能，帮助中国消费者享受世界各地多元文化背景的高品质产品与服务；水羊潮妆作为公司旗下的官方直营商城，涵盖 30 余个品牌，包含护肤、彩妆、个护、母婴、男士等类目，2022H1 新增会员数超 300 万；B 端合作平台水羊直供打造品牌权益包体系，主要经营御泥坊、LUMENE、城野医生等 40 余个国内外知名彩妆护肤品牌。通过坚持品牌直接供货，无其他中间环节，保证最优供货折扣，吸引了众多供货商采购，2022H1 新入驻合作分销商超 7000 家。目前公司自有平台 2021 年实现营收 3.37 亿元，同比增长 172.45%，相较 2019 年增长近 8 倍，自有平台未来或将成为品牌又一核心壁垒。

图 39 公司自有平台与第三方平台增速，亿元，%



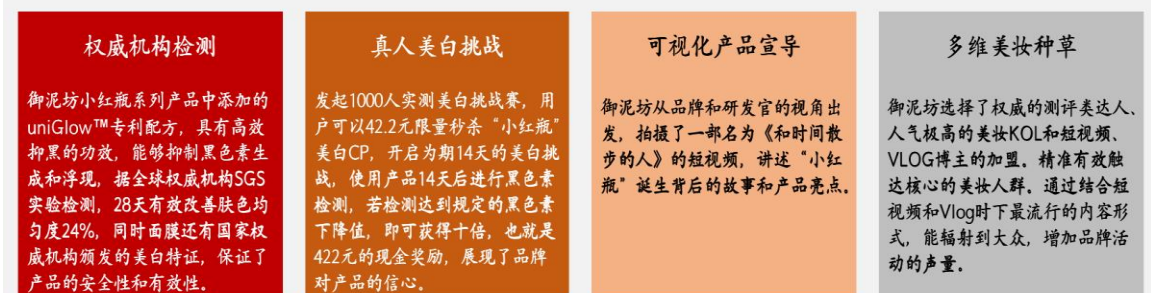
资料来源：公司21年年报，上海证券研究所

线上线下数字化融合，线下渠道多元布局。水羊股份深入推进线上线下数字化融合发展，实施产品线纵深布局。公司作为商务部公布的首批线上线下融合发展数字商务企业，目前所有业务实现了数字化、在线化，并通过大数据指导生产、研发、销售和物流。线下渠道上，公司与屈臣氏、万宁、沃尔玛、永辉等线下渠道深入合作，取得高速增长。目前水羊股份的线下合作门店超过 5000 家，2020 年线下渠道销售实现双位数增长，2021 年，线下渠道业绩实现翻倍增长，面膜类销售在屈臣氏国货类别位居前二。

3.5 不同品牌差异化营销，积极布局抖音新平台

御泥坊超膜节逐渐成熟，打造品牌用户情感连结。御泥坊在品牌 13 周年之际，成功推出御泥坊 422 超膜节。通过明星影视代言、KOL 种草带货到与用户一起打造单品三个阶段的不断成长，超膜节目前已成为御泥坊品牌的专属节日。在最近 422 超膜节上，针对新品小红瓶美白系列的上新，御泥坊开展了四个阶段渐进性的营销传播活动，步步为营地传达产品的功能、体验乃至与品牌的情感联结，最终达成 422 超膜节用户心智的占领。

图 40 御泥坊四阶段营销



资料来源：御泥坊官网，上海证券研究所

小迷糊微博频推活动，引发年轻人互动共鸣。作为定位聚焦年轻人的护理品牌，小迷糊抓住年轻用户社交习惯，在微博上推出多种活动。2022 七夕节期间，小迷糊开展了当代情侣研究所系列活动，通过邀请不同领域社交达人分享情侣相处过程，深入探讨年轻人感兴趣的话题；小迷糊还推出了年轻肌、年轻力栏目，邀请演员李欣泽进行随身携带化妆品分享，拉近用户距离感，同时强调尽情做自己的年轻品牌理念。

图 41 七夕推广活动



资料来源：小迷糊官方微博，上海证券研究所

图 42 小迷糊年轻力海报



资料来源：小迷糊官方微博，上海证券研究所

瞄准抖音新渠道，大水滴成功打造大单品。大水滴转型后发力线上抖音渠道，通过联合头部主播带货营销，取得了良好效果。3 点祛痘精华针对当下消费者闷痘爆痘情况，顺利实现产品破圈，成为月销量破万大单品。2022 年大水滴上班年在天猫、抖音、快手等多渠道获得祛痘精华销量榜 Top1，全网销售超百万瓶，品牌 GMV 破亿元。截止 2022 年 11 月 1 日，大水滴天猫旗舰店粉丝数已超过 24 万。

4 进军高端市场，品牌焕新升级

4.1 收购外资高端线品牌，完善水羊生态布局

收购法国高端品牌伊菲丹，丰富品牌矩阵结构。2022 年 8 月，水羊股份正式完成对法国高端抗衰品牌伊菲丹母公司的控股权收购。伊菲丹创立于 2007 年，产品涵盖洁面、面霜、精华、面膜等日常全品类护肤产品，定位敏感肌抗衰产品。品牌将法式优雅与日本高科技美容技术结合，产品和香水均采用当地原料制成，使品牌具有浓厚的文化底蕴。品牌大多数护肤品售价在 1500 元以上，其中销量最高的单品是伊菲丹超级面膜，售价为 1800 元/50ml，总

请务必阅读尾页重要声明

销量超 2 万。渠道上品牌在美国、法国、英国、日本等超过 30 个国家或地区均有业务覆盖，并入驻巴黎老佛爷百货、瑰丽酒店、英国哈洛德百货、王府井、SKP 等高端百货渠道。我们认为，此次成功收购伊菲丹将进一步提升公司对高端化妆品品牌的管理能力，丰富公司品牌矩阵与深化公司转型进度，助力公司打开国内高端渠道和境外市场。

表 16 伊菲丹主要产品

产品名称	抗光老精华乳	超级面膜 JOUR	樱花抗糖凝霜	极致再生面霜
图片				
主要成分及功效	白桑：提亮肤色，改善暗沉 CoQ10：紧致抗老 三重胶原蛋白：深度滋养，修复肌肤 高能生育酚：修复自由基伤害 白藜芦醇：抗氧抗自由基 高稳定 VC：提亮肤色	三重胶原蛋白：修复基底 层，促进胶原蛋白吸收 氨基酸精粹：深度润养 Q10：抗氧化，抵御自 由基 桑白皮提取物：焕亮肌 肤 乳酸薄荷酯：促进活性 成分吸收	银杏+晚樱精粹：抗糖 排浊 三重胶原蛋白：逐层吸 收，深层修护肌肤 糖基海藻糖：增加肌肤 弹性和紧致度，修护紫 外线损伤 黄岑根提取物：抗氧化 抗斑	寡肽-6+六胜肽-3+肌 肽：促进胶原蛋白生 成，抚平皱纹 精氨酸多肽+赖氨酸多 肽：强效抑制糖基化 Skin Perfecting Complex：促进细胞生 长繁殖，对抗皱纹增长
售价	1120 元/50ml	1800 元/50ml	1280 元/50ml	6150 元/60g

资料来源：伊菲丹天猫国际，上海证券研究所

图 43 伊菲丹入驻中国



资料来源：丽人网，上海证券研究所

图 44 伊菲丹西安 SKP 门店



资料来源：官方微博，上海证券研究所

代理品牌 Pier Auge 中国业绩增长迅速，公司收购该品牌中国业务。2022 年 7 月，水羊完成了对法国轻奢品牌 Pier Auge 的投资及中国业务的收购。Pier Auge 创建于 1961 年，是一家定位小众轻奢的法国护肤品牌，产品品类包括清洁、面膜、保湿霜等。此前水羊股份作为该品牌代理商帮助其在中国运营取得巨大成功，Pier Auge 进入中国市场后，半年时间品牌搜索热度同比增长 11560%，并在 2022 年天猫 38 女王节中荣获进口涂抹面膜加购榜第一和热销榜第一。Pier Auge 拥有独家专利技术 HP-DNA+玻尿

请务必阅读尾页重要声明

酸，能够唤醒细胞记忆，自动更新并恢复原肌状态，获得法国国家科学研究中心和法国技术创新署授予的专利，品牌也应用诺贝尔化学奖水通道蛋白技术至基础保湿系列中。正因核心技术，产品获得包括法国前总统奥朗德等认可，知名人士的青睐赋予品牌独特价值，并作为欧洲航空等头等舱指定护肤品牌。

表 17 Pier Auge 系列产品

Hp-DNA 系列		面霜系列	
焕亮修复融雪面膜	舒缓修复面霜	水通道润泽霜	ACMA 塑颜面霜
			
499 元/50ml	688 元/40ml	1158 元/50ml	1988 元/50ml

资料来源：官旗，上海证券研究所

图 45 品牌专利证书



资料来源：天猫官方旗舰店，上海证券研究所

图 46 青颜博士主要产品



资料来源：天猫官方旗舰店，上海证券研究所

入股青颜博士，布局口服美容领域。2022 年 5 月，水羊股份入股女性健康护肤品牌青颜博士母公司，持股比例约 4.3%，公司对口服美容领域进行了初步投资。青颜健康旗下拥有口服美容液品牌青颜博士，品牌由 5 位来自北大的女博士所创建，系列产品主要原料为胶原蛋白肽和弹性蛋白肽。2019 年 7 月，该品牌推出第一款产品胶原蛋白肽维 C 饮品，2 个月时间 GMV 破百万。青颜博士品牌未来将聚焦于内服肠道调节、外用肌肤屏障修复等方面的应用，从而实现全人群全年龄段覆盖。公司通过投资美容口服产品，作为产业生态补充，或将在未来进入竞争相对较小的口服美容领域。

投资戴摩道客，延伸皮肤医疗市场。2022年9月，皮肤学企业崧洋旗下品牌戴摩道客获得水羊股份种子轮投资，公司将业务扩展至皮肤医疗市场。戴摩道客主打术后产品修复，主要面向皮肤医疗市场，通过专研成分尤她因，唤起细胞免疫调节机制，从而快速修复受损皮肤。目前品牌旗下产品包含面膜、敷料、喷雾等，价格带在200-400区间。

图 47 戴摩道客产品图



资料来源：青眼资讯微信小程序，上海证券研究所

水羊股份已对现有品牌进行了一轮新的品牌焕新升级，大水滴、御泥坊等品牌在升级后市场反馈良好，但由于疫情防控等因素，供应链和新品发布等受到了一定影响，目前正在逐步恢复中。小迷糊、御 MEN 也对产品外观和定位进行了全面升级，更好顺应消费者需求。通过此轮品牌升级，公司将有望继续推进品牌中高端化进程，借助升级推出更多高客单价产品，进一步增厚品牌整体盈利水平。公司旗下核心品牌御泥坊进行了产品全面升级，包括全新 logo、配方升级、包装升级等多个方面，产品口号由从“我的御用面膜”到“至纯至净，御美有方”，预示着御泥坊将开始国际化进程。原料上进行全球化高标准选取和采购，并和巴斯夫、德之馨等原料供应商进行深度技术研究合作，终端销售上也与国际接轨。

表 18 御泥坊全球基地

基地	欧洲有机甜菜基地	欧洲原生燕麦基地	日本宫崎膜布基地
图片			
合作公司	杜邦	德之馨	旭化成株式会社

请务必阅读尾页重要声明

核心原料

甜菜碱

德敏舒

冰羽灵无纺布

资料来源：御泥坊官网，上海证券研究所

定位年轻肌科学护肤，小迷糊品牌重新定位升级。2022年8月18日，小迷糊对外正式官宣全新的品牌定位，聚焦细分年轻肌用户人群。公司通过调研显示，年轻消费者不再局限于传统的护肤认知，而是积极主动的去探寻自身的护肤需求，并根据自身需求去选择最适合的产品。凭借对年轻用户护肤需求的深入洞察，小迷糊进行了品牌的全新升级，锁定年轻肌科学护理赛道，为年轻肌肤打造针对性的科学护理，率先开启了年轻肌科学护肤时代。目前，小迷糊升级的第一批产品已经上线，消费者对“年轻肌，年轻力”的定位反响积极。

4.2 水羊智造基地投产，将成产能增长新引擎

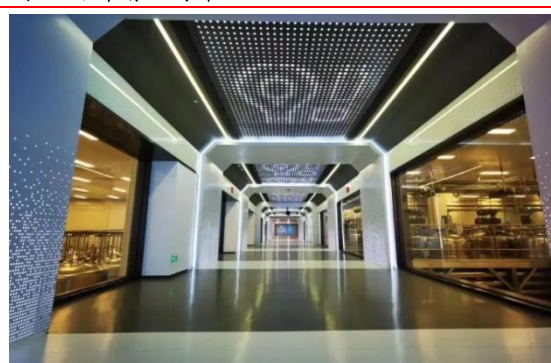
智能一体化工厂投产，开启智能一体化时代。2022年8月8日，水羊智造基地正式投产，标志着水羊股份全面进入智能化、数字化、个性化时代。水羊智造基地总占地面积达160亩，总建筑面积约为16万平方米，集研发、设计、生产、物流等于一体，拥有目前全球单体面积最大的美妆生产车间和国内美妆行业体量最大、标准最高的全自动立体仓库。水羊智造集全自动无人乳化体系、全自动无人存储体系、全自动无人灌装体系、全自动无人生产体系、全自动包装体系于一体，将工厂的所有流程与体系打通，全程实现管道化、系统化、无人化生产，真正实现智能一体化运营。预计未来水羊智造全面投产后，整个园区将开发面膜、水乳、膏霜等近50条生产线，年产值将达到近40亿元，保障公司未来放量成长。

图 48 水羊智造基地效果图



资料来源：长沙晚报，上海证券研究所

图 49 水羊智造内部



资料来源：化妆品官微，上海证券研究所

深度开发定制化配方，定向为专属用户打造个性化护肤解决方案。水羊智造工厂能够对产品进行高度定制化生产，除了完备的定制化系统外，水羊智造定向为专属用户提供个性化的护肤解决方案。水羊智造的投产进一步提高公司生产加工能力和运营效率，满足营收增长需求，实现规模效应，同时还将进一步完善公司的战略布局，提升公司产品研发水平，满足消费者多样化需求，从而保障公司长期竞争力，为公司迈入全球大型美妆集团行列奠定基础。

4.3 打造线下中高端集合店水羊堂，完善线下零售布局

打造线下中高端美妆集合店水羊堂，完善公司全渠道布局。水羊集团旗下首家线下高端美妆集合店水羊堂位于长沙IFS，将于2022年10月1日开业，水羊堂或将于年内在成都远洋太古里开设旗舰店。水羊堂内除公司自有品牌和代运营品牌外，还销售纪梵希、罗意威等奢侈品牌的美妆产品。和市场上其他新兴美妆集合店品牌相比，水羊堂品牌凭借公司此前积累的市场经验议价权和谈判力更为充足；另外，水羊股份持有多个品牌授权，有助于保障水羊堂产品货源真实性。因此我们认为未来水羊堂或将成为高端美妆集合店标杆。

图 50 拟入驻水羊堂品牌



资料来源：化妆品在线，上海证券研究所

5 盈利预测&投资建议

5.1 盈利预测

1) 水乳膏霜类：随着公司对水乳膏霜品类的不断重视，预计水乳膏霜类产品份额将进一步提升。预计 2022-2024 年公司水乳膏霜类营收分别为 33.91、43.21、57.11 亿元，同比分别为 4.72%、27.42%、32.17%，毛利率保持增长，预计 2022-2024 毛利率为 45.01%、46.01%、46.51%。

2) 贴式面膜类：贴式面膜市场竞争激烈，行业内品牌众多，公司拥有自有品牌大单品，贴式面膜增长表现亮眼。公司贴式面膜大单品御泥坊美白嫩肤淡斑面膜已累计售出 338 万件，大单品下贴式面膜或将继续保持增长。预计 2022 -2024 年营业收入分别为 9.10、10.55、12.55 亿元，分别同比增长 1.70%、15.91%、18.91%；毛利率维持在 61%左右水平。

3) 非贴式面膜类：公司在非贴式面膜类有众多单品，御泥坊氨基酸泥浆面膜累计销量超过 760 万瓶，并已经升级至第六代，伊菲丹明星单品超级面膜为非贴式面膜，预计非贴式面膜营收占比将逐渐提升。预计 2022 -2024 年营业收入分别为 5.41、6.43、7.56 亿元，同比分别为 2.89%、18.77%、17.65%；毛利率维持在 74%左右水平。

4) 品牌管理服务及其他：随着小众护肤品牌的关注度提高，小众品牌代运营需求持续增长，公司品牌管理服务运营的品牌数量不断增加，并与强生集团达成了紧密合作关系。近年来公司代理品牌如 KIKO、露得清、城野医生等持续放量增长，将助推公司品牌管理服务的增长。预计 2022-2024 年公司品牌管理服务及其他业务营业收入分别为 3.66、4.10、4.62 亿元，分别同比增长 4.50%、12.00%、12.60%，毛利率分别为 60%、63%、65%。

表 19 公司营业收入与毛利率预测 (单位:百万元, %)

	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总营业收入	2412.12	3715.04	5010.12	5245.93	6470.62	8218.82
营收 YOY	7.43%	54.02%	34.86%	4.71%	23.35	27.02%
归母净利润	27.22	140.27	236.42	229	316	395
归母 YOY	-79.17%	415.28%	68.54%	-3.10%	37.8%	25.1%
毛利率	51.05%	49.20%	52.07%	51.76%	52.47%	52.52%
水乳膏霜类						
营收	1112.53	1912.61	3238.53	3391.41	4321.32	5711.35
YOY	32.27%	71.92%	69.33%	4.72%	27.42%	32.17%
毛利率	44.67%	42.12%	42.71%	45.01%	46.01%	46.51%
贴式面膜类						

请务必阅读尾页重要声明

营收	899.88	949.51	895.30	910.49	1055.34	1254.93
YOY	-27.39%	5.52%	-5.71%	1.705	15.91%	18.91%
毛利率	49.75%	54.61%	58.38%	60.28%	61.28%	61.78%
非贴式面膜类						
营业收入	230.34	593.53	526.10	541.31	642.92	756.38
YOY	88.34%	157.68%	-11.36%	2.89%	18.77%	17.65%
毛利率	——	73.63%	73.12%	73.62%	74.12%	74.37%
品牌管理服务及其他业务						
营业收入	169.37	259.38	350.19	365.95	409.86	461.51
YOY	297.21%	53.14%	35.01%	4.50%	12.00%	12.60%
毛利率	——	——	——	60.00%	63.00%	65.00%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

5.2 投资建议

首次覆盖，“买入”评级。中国护肤品市场高景气度依旧，在消费升级和科学护肤背景下，消费者对于产品功效性诉求持续提升，同时对于小众品牌的关注度逐渐提高，使得护肤和代运营市场长期向好发展。水羊股份已逐渐形成自主品牌+代理双轮驱动的业务格局，业绩重回增长快车道。公司通过投资并购不断扩大业务领域范围，进行高端化转型升级，提升品牌调性，向国际化美妆集团迈进。另一方面，公司积极搭建自有平台渠道，推动原有品牌焕新升级。随着公司向中高端化迈进和自有渠道平台的不断完善，公司长期业绩成长性有望提升。预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 52.46、64.71、82.19 亿元；归母净利润分别为 2.29、3.16、3.95 亿元，对应 EPS 为 0.59、0.81、1.02 元/股，对应 PE 为 20.26、14.70、11.75 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 20 分板块可比公司估值对比

板块	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	每股收益 EPS (摊薄)				市盈率 PE			
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
美妆 护肤品	珀莱雅	476.40	168.03	2.87	2.63	3.32	4.16	72.68	63.86	50.54	40.44
	贝泰妮	547.55	129.26	2.04	2.81	3.75	4.91	94.39	46.02	34.42	26.31
	丸美股份	148.45	36.98	0.62	0.63	0.75	0.88	51.65	58.70	49.38	42.12
	上海家化	192.05	28.29	0.96	0.84	1.17	1.39	42.30	33.56	24.25	20.30
	华熙生物	521.16	108.33	1.63	2.13	2.80	3.60	95.28	50.77	38.65	30.09
	平均	377.1	94.19	1.62	1.81	2.36	2.99	71.26	50.58	39.45	31.85
代运营 平台	壹网壹创	65.11	27.28	1.37	1.27	1.57	1.86	35.79	21.52	17.39	14.68
	丽人丽妆	45.77	11.43	1.02	0.49	0.80	0.96	23.83	23.18	14.28	11.85
	若羽臣	19.12	15.17	0.24	0.18	0.33	0.52	93.17	87.30	48.16	30.44
	平均	43.33	17.96	0.88	0.65	0.90	1.13	50.93	44.00	26.61	18.99
标的	水羊股份	46.40	11.97	0.61	0.59	0.81	1.02	19.63	20.26	14.70	11.75

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (收盘时间: 2022 年 11 月 24 日; 除水羊股份来自估值模型, 其他可比公司均来自 Wind 一致预测)

6 风险提示

- 1) 收购整合风险:** 公司不断收购和投资美丽健康产业相关公司从而推进中高端市场和扩大业务范围, 并购后品牌理念和规划上需与公司进行调整, 或存在收购整合风险。
- 2) 平台发展不及预期风险:** 公司依赖的自主平台需与平台电商、短视频电商进行竞争, 在复购率和获客成本上相较于头部平台具有一定劣势, 在后续发展中销售可能不及预期。
- 3) 品牌升级不及预期风险:** 公司对主要品牌进行了重新定位和成分包装升级, 升级过程中可能会面临原有用户流失、宣传教育不及预期, 导致品牌升级不及预期风险。
- 4) 代运营需求不及预期风险:** 国外品牌在中国市场份额增长, 部分品牌会建立自有运营团队, 导致代运营需求降低风险。

请务必阅读尾页重要声明

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	440	690	560	808
应收票据及应收账款	280	217	401	387
存货	728	1129	996	1692
其他流动资产	232	230	284	321
流动资产合计	1680	2265	2241	3209
长期股权投资	6	8	9	11
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	106	102	98	94
在建工程	501	721	968	1219
无形资产	70	80	84	89
其他非流动资产	383	395	409	423
非流动资产合计	1065	1305	1568	1836
资产总计	2745	3570	3808	5045
短期借款	523	690	880	1074
应付票据及应付账款	206	625	302	865
合同负债	18	14	19	25
其他流动负债	261	278	334	418
流动负债合计	1008	1608	1535	2382
长期借款	129	129	129	129
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	15	15	15	15
非流动负债合计	144	144	144	144
负债合计	1152	1752	1679	2526
股本	412	412	412	412
资本公积	669	669	669	669
留存收益	772	1001	1317	1711
归属母公司股东权益	1599	1828	2144	2539
少数股东权益	-6	-10	-14	-20
股东权益合计	1594	1818	2130	2519
负债和股东权益合计	2745	3570	3808	5045

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流量	199	329	-48	328
净利润	235	225	311	389
折旧摊销	30	21	22	24
营运资金变动	-82	96	-368	-66
其他	15	-13	-14	-19
投资活动现金流量	-493	-247	-271	-273
资本支出	-550	-258	-284	-291
投资变动	46	-2	-2	-1
其他	12	13	14	19
筹资活动现金流量	355	167	189	194
债权融资	391	167	189	194
股权融资	5	0	0	0
其他	-42	0	0	0
现金净流量	55	249	-130	249

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	5010	5246	6471	8219
营业成本	2402	2531	3075	3902
营业税金及附加	20	23	27	35
销售费用	2029	2180	2688	3393
管理费用	193	209	258	327
研发费用	66	77	94	155
财务费用	36	0	0	0
资产减值损失	-7	0	0	0
投资收益	12	13	14	19
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	279	251	357	445
营业外收支净额	1	0	0	0
利润总额	280	251	357	445
所得税	45	26	46	56
净利润	235	225	311	389
少数股东损益	-1	-4	-4	-6
归属母公司股东净利润	236	229	316	395

主要指标

指标	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力指标				
毛利率	52.1%	51.8%	52.5%	52.5%
净利率	4.7%	4.4%	4.9%	4.8%
净资产收益率	14.8%	12.5%	14.7%	15.5%
资产回报率	8.6%	6.4%	8.3%	7.8%
投资回报率	11.2%	8.0%	9.5%	10.0%
成长能力指标				
营业收入增长率	34.9%	4.7%	23.3%	27.0%
EBIT 增长率	58.6%	-	44.0%	24.3%
归母净利润增长率	68.5%	-3.1%	37.8%	25.1%
每股指标 (元)				
每股收益	0.61	0.59	0.81	1.02
每股净资产	4.13	4.72	5.53	6.55
每股经营现金流	0.51	0.85	-0.12	0.85
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	1.82	1.47	1.70	1.63
应收账款周转率	17.89	24.24	16.15	21.28
存货周转率	3.30	2.24	3.09	2.31
偿债能力指标				
资产负债率	41.9%	49.1%	44.1%	50.1%
流动比率	1.67	1.41	1.46	1.35
速动比率	0.79	0.61	0.69	0.54
估值指标				
P/E	19.63	20.26	14.70	11.75
P/B	2.90	2.54	2.16	1.83
EV/EBITDA	20.29	18.52	13.99	11.24

资料来源: Wind, 上海证券研究所

请务必阅读尾页重要声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
	无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。		

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。