

御电商经营之道，自有+代理双业务驱动长期发展

水羊股份 (300740.SZ)

推荐 维持评级

投资看点:

- **当前“自有+代理”业务双轮驱动，公司处于高速增长阶段。** 2006年公司以面膜起家，创立首个品牌“御泥坊”，成为第一代淘品牌龙头企业；2010-2017年为高速发展期，扩渠道、扩品牌，成立5年IPO成功；2018-2019年为优化调整期，“自有+代理”双轮驱动；2020年至今为高速增长期，背靠“四双”战略实现营收、净利双高增，2021年营收同比增长34.86%，归母净利增速68.54%。
- **核心竞争力：强营销与多品类覆盖为自主品牌赋能，深谙电商经营之道为代运营业务夯实基础。** 1) 自有品牌：①销售端持续打造品牌力优势。主品牌御泥坊优势稳固，协同新锐品牌焕新升级；产品结构持续优化，构造全品类格局；渠道方面公司牢筑电商优势，全渠道覆盖；营销方面品牌定位精准，手段多样，迎合年轻消费者心理；②从生产端看，公司实施双科技赋能战略，研发和产能优势提升。2) 代理业务：①公司代运营业务业绩优异，增速远高于同行和行业平均水平，在较短时间内成长为头部服务商；②与强生集团互惠共赢，已全面承接强生消费品在中国的电商业务；③代理海外小众优质品牌，合作稳定，话语权强，可享受品牌成长红利；④合作采取“全球美妆CP模式”，提供独特的全要素、全渠道整体服务方案，从而打造代理品牌与公司之间的强黏性。
- **驱动因素：自有品牌转型升级契合市场趋势，代理品牌业务放量助力规模扩张。** 1) 短期“水羊智造”上线，自有品牌的产品升级和产能扩张强势布局，将有效支撑放量；代理业务端已有代理品牌增长潜力大，公司享受健康、母婴、香氛市场等代理品牌的市场机会。2) 中期自主品牌向高附加值品类拓展，结构有望持续优化提供更大增长；此外代理品牌数量有望进一步扩张，带动公司规模持续上升。3) 长期化妆品行业增长稳定，自有品牌基于国风设定享受化妆品行业“国潮”利好；线上购物B2C成为网络销售主体，品牌方对专业性强的代运营商需求加大给予公司广大发展空间。
- **风险提示：** 电商行业规模发展不及预期的风险，美妆行业规模发展不及预期的风险，公司代理品牌情况不及预期的风险。
- **水羊股份盈利预测**

单位: 亿元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3,715.04	5,010.12	5,895.52	7,466.43	9,320.50
增长率	54.02%	34.86%	17.67%	26.65%	24.83%
归母净利润(百万元)	140.27	236.42	278.89	402.43	539.77
增长率	415.28%	68.54%	17.96%	44.30%	34.13%
EPS(元/股)	0.37	0.62	0.72	1.03	1.39
销售毛利率	49.20%	52.07%	53.74%	54.91%	55.58%
净资产收益率(ROE)	10.37%	14.78%	15.35%	18.82%	21.00%
市盈率(P/E)	81	30	19	13	10
市净率(P/B)	5.76	4.28	2.95	2.51	2.08
市销率(P/S)	2.34	1.39	0.91	0.72	0.58

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院, 截止2022年12月19日收盘价

分析师

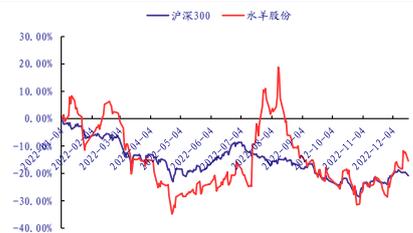
甄唯萱

✉: zhenweixuan_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050002

相对指数表现

2022.12.19



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

相关研究

【银河消费品零售】水羊股份22年半年报点评-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-20220814

【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-2021082

目录

一、公司概况：规模高速增长，内部管理稳中向好	4
（一）公司成长周期：泥状面膜起家，当前“自有+代理”业务双轮驱动处于高速增长阶段	4
（二）公司股权结构：股权结构集中稳定，管理团队经验丰富，股权激励优化治理	6
（三）公司经营情况：盈利能力持续修复，营运能力不断增强	10
1. 水乳膏霜品类高速增长，代理业务兴起	10
2. 毛利率逐步提升，周转能力不断加强	11
二、自有品牌：品牌升级研发赋能，面膜、护肤等品类多点开花	12
（一）行业分析：国货化妆品崛起，Z世代群体消费潜力巨大	12
1. 本土化妆品市场规模持续增长，高端美妆发展空间较大	12
2. 护肤品市场稳步增长，头部品牌更看中品牌力和研发力	15
3. 消费人群结构年轻化，产品选择更加专业化	17
（二）公司核心竞争力：营销能力卓越稳固品牌优势地位，研发、生产为销售赋能	18
1. 销售端：品牌升级品类结构优化，全方位营销能力卓越	18
2. 生产端：实施双科技赋能战略，研发和生产能力提升	33
三、代理业务：与强生深度合作，承接海外优质品牌高速增长	36
（一）行业现状：电商代运营行业当前处于减速扩张阶段，美妆品牌代运营服务仍存在高需求	36
1. 电商代运营行业减速扩张，有从经销向服务模式转变趋势	36
2. 品牌电商服务市场前景广阔，头部企业竞争激烈	39
3. 化妆品交易市场庞大，美妆品牌代运营存在高需求	42
（二）公司核心竞争力：代理品牌数高速扩张，服务模式多维覆盖全面	43
1. 代运营业务发展迅速，业绩优异表现出色	43
2. 与强生集团互惠共赢，合作持续深入	44
3. 海外优质品牌合作稳定，布局中高端市场	46
4. CP 模式全面服务，打造品牌黏性	47
四、发展驱动因素：自有品牌转型升级契合市场趋势，代理品牌业务放量助力规模扩张	49
（一）短期：自有业务生产端强势保增长，已代理优势品牌不断享受细分赛道红利	49
1. “水羊智造”上线，自有品牌生产端提供支持	49
2. 已有代理品牌业务放量，行业潜力空间值得期待	50

(二) 中期: 自有品牌结构优化潜力巨大, 代理品牌数量有望继续上升.....	54
1. 品类结构持续优化, 水乳膏霜将提供更大增长	54
2. 潜在大量客户对象可挖掘, 代理品牌有望持续扩张	55
(三) 长期: 化妆品行业“国潮”利好, 代运营随电商行业匹配发展红利不减.....	57
1. 化妆品行业增长稳定, 国潮支持国货化妆品关注度提升	57
2. 电商行业持续扩张, B2C 模式使代运营业务前景广阔.....	59
五、 公司投资价值分析与预测	61
六、 风险提示	63

一、公司概况：规模高速增长，内部管理稳中向好

（一）公司成长周期：泥状面膜起家，当前“自有+代理”业务双轮驱动处于高速增长阶段

我们根据水羊股份公司创建至今的核心事件，大致将公司现有的发展区分为以下四个阶段：

图 1：水羊股份发展历程图



资料来源：中国银河证券研究院整理

阶段一：2006年至2009年为品牌初创期，单品牌、单渠道、单品类，第一代淘品牌龙头企业。2006年，御泥坊创始人刘海浪将“御泥坊”注册商标并推向市场，逐步开发护肤品系列，创业初期，主要以顾客线下预约泥浴为主。2007年，刘海浪将御泥坊的品牌授权给现任CEO戴跃锋做代理，3月淘宝店上线，年底荣获2007年度淘宝网“最佳面膜奖”，成为红极一时的明星淘品牌。2008年，戴跃锋成为御泥坊的掌门人，荣获淘宝网“最佳控油面膜奖”及“最热卖单品TOP10”，年底淘宝旗舰店的卖家信用升至双皇冠，御泥坊成长为“互联网第一面膜”，是第一代淘品牌龙头企业。

阶段二：2010年至2017年为高速发展期，扩渠道、扩品牌，成立5年IPO成功。

扩渠道，积极入驻其它电商平台，打造增长新引擎，“淘品牌”逐渐走向全电商渠道。2011年入驻苏宁易购、2014年入驻唯品会、京东、蘑菇街、聚美优品，2015年上线“御泥坊”APP，2016年入驻拼多多。同时开始布局线下渠道，2014年起，围绕长沙地区建立自营品牌店，2015年开始陆续进入沃尔玛、屈臣氏、大润发、各大城市化妆品专营店、香港万宁以及公司直营店等线下销售渠道。

构建品牌矩阵。2011年民族品牌“花瑶花”、男士护肤品牌“师夷家”诞生，2012年新锐品牌“小迷糊”诞生，2015年收购台湾“薇风”、药妆HPH品牌创立。2016年打造公司旗下的高端美妆品牌VAA。且开始布局代运营，2016代理首个品牌“丽得姿”，2017年首次与强生集团达成合作。该期间高速发展的公司也受到资本市场青睐，2012年“御家汇股份有限公司”成立，2017年正式申报过会，成立5年便IPO成功。

阶段三：2018年至2019年为优化调整期，“自有+代理”双轮驱动，破茧成蝶再出发。

由于国内化妆品行业不景气，2018年4月—12月国内化妆品零售额（限额以上批发和零售业）月同比增速不断下降，以及主营业务面膜行业的竞争加剧。2018年上市以后公司业绩增速首次出现下滑，2018-2019年营收放缓，同比增长36%/7%，归母净利同比下滑18%/79%。2018年公司在A股上市，为国内IPO电商第一股。公司进入优化调整期，自有品牌端强化非面膜品类，扩充水乳霜膏、彩妆产品线。外延段成立水羊国际，专注品牌代运营业务，全面承接强生集团业务并代理海外小众品牌，公司代理品牌多达50+，支撑公司业绩强劲增长，公司破茧成蝶再出发。

阶段四：2020年至今为高速增长期。“四双”战略新赋能，营收净利双高增。公司坚持“四双战略”：在“研发赋能产品，数字赋能组织”的双科技赋能，“以自主品牌为核心，以自有品牌与代理品牌双业务驱动”，以及“内部平台生态化，外部生态平台化”的双平台生态的发展战略。

双科技：研发方面，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。2022年成功聘请中国工程院陈坚院士作为公司首席科学家，水羊智造作为全球最大面膜智能生产基地正在建设中。数字化方面，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。

双业务：自有品牌方面，御泥坊致力于推动品牌资产的沉淀、产品体系的打造和全渠道的拓展。品牌上深化盛唐文化的传递，系统化提升品牌感知。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。MIH00小迷糊品牌，重塑品牌定位——年轻肌科学护理专家。御MEN，在洁面品类和技术上持续深耕，皂氨技术在体验感受和清洁效果上实现品类领跑。代理品牌方面，公司与强生的合作逐步进入良性发展轨道，业绩稳步增长。并不断与海外优秀品牌建立链接，引入国际著名药妆品牌Celllex-C、西班牙专业皮肤管理院线品牌美斯蒂克等国际品牌，持续为全球多元美妆品牌提供进入中国市场的全链路、全生命周期的运营支持。

双平台：开放自有平台提供资本、研发等资源扶持。现已服务护肤知识分享平台、原创国风新彩妆品牌、香氛生活方式个护品牌、国潮美妆品牌、化妆品生产设备细分领域头部企业等数家优秀企业。同时，围绕公司内外部企业为核心，致力于结合优质供应商、品牌合作方、投资企业、品牌服务商为重要助力，推动行业及优秀企业的共同发展，互利共赢。

2020年公司营业收入增速为54.02%，归母净利增速为415.28%，**营收和归母净利实现逆势上涨，业绩拐点明显。**2021年维持**营收、净利双高增**，营收实现同比增长34.86%，归母净利实现增速68.54%，2022前三季度依旧表现良好。作为唯一一家同时位于化妆品制造和代运营双赛道的公司，未来值得期待。

业务调整，对应子公司业绩变化明显。2018-2022 年，主要子公司及对公司净利润影响达 10%以上的子公司变化如下。2019-2020 年，公司从事自有品牌销售的子公司（湖南御家化妆品制造有限公司、湖南御泥坊化妆品有限公司、长沙小迷糊化妆品有限公司等）营收和净利增长明显。公司双业务战略提出后，对公司净利润影响达 10%以上的子公司以从事代理品牌销售业务为主，包括上海水羊国际贸易有限公司、湖南御强化妆品有限公司、长沙水羊网络科技有限公司、香港水羊国际贸易有限公司等。此外，水羊智造基地的建成并投入，从事制造业的水羊化妆品制造有限公司也对公司整体营收和净利做出超 10%的贡献。

表 1: 主要子公司营收及净利占比 (%) 变化

主要子公司	2018 (营收/净利)	2019 (营收/净利)	2020 (营收/净利)	2021 (营收/净利)	2022H1 (营收/净利)
湖南御泥坊化妆品有限公司		39.47%/14.81%	34.75%/26.43%		
长沙小迷糊化妆品有限公司		13.14%/-82.35%	8.64%/-13.57%		4.31%/11.15%
湖南御家化妆品制造有限公司	49.22%/89.31%	33.83%/188.89%	27.03%/80.71%		
香港御家国际科技有限公司			---/20%		
香港水羊国际贸易有限公司			4.52%/12.86%		17.77%/26.61%
湖南花瑶花化妆品有限公司		1.37%/-22.22%			
湖南御泥坊男士化妆品有限公司		1.58%/-11.11%			
长沙御家化妆品有限公司		3.23%/18.52%			
上海御强化妆品有限公司		0.17%/-11.11%			
长沙薇风化妆品有限公司	1.33%/-20.61%	2.11%/-37.03%			3.40%/-17.25%
水羊化妆品制造有限公司				18.4%/12.03%	13.83%/30.20%
湖南御强化妆品有限公司				26.16%/12.64%	28.93%/18.30%
香港御强有限公司				14.25%/19.66%	
香港御家韩美科技有限公司				10.96%/14.80%	
上海水羊国际贸易有限公司					16.62%/-12.51%
长沙水羊网络科技有限公司					4.52%/35.05%

数据来源: wind, 中国银河证券研究院整理

公司管理团队经验丰富，整体年轻化，充满活力。公司创始人、董事长戴跃锋 2004 年开始创业，为国家“万人计划”科技创业领军人才，2012 年，入选《福布斯中文版》中外 30 位 30 岁以下创业者。水羊国际总经理陈喆，资深运营专家，曾任淘宝中国软件有限公司软件工程师，负责千人千面营销系统研发。2010 年加入御泥坊后，带领御泥坊天猫旗舰店成为第一家营收过亿的美妆店铺。负责管理质量和研发的何广文，历任新加坡科学院高级科学家，宝

洁(日本、新加坡)有限公司高级研发经理、高级科学家,曾参与SK-2小灯泡研发工作。御泥坊品牌事业部负责人黄晨泽入职10年,公司内部培养提拔,曾创下天猫面膜单品第一,负责水羊电商的灵犀拥有10年美妆品牌电商全渠道操盘经验。整体看,团队平均年龄低于40岁,呈现年轻化低龄化特点,更易于捕捉市场时尚潮流的变化趋势,与时俱进,充满活力。

表 2: 水羊股份管理团队履历背景

姓名	职位	工作背景
戴跃锋	水羊创始人、董事长、总经理	国家“万人计划”科技创业领军人才 湖南省12届政协委员,入选湖南省首批“湖湘青年英才”培养计划 湖畔大学一期学员;德国红点设计大奖获得者
陈喆	董事、水羊国际总经理	湖南大学软件工程硕士 曾供职于淘宝,负责淘宝千人千面营销系统开发
何广文	董事、副总经理	2010年加入,资深运营专家,曾任御泥坊淘内运营总监 新加坡籍,新加坡国立大学、美国伊利诺伊大学双博士 历任新加坡科学院高级科学家,宝洁(日本、新加坡)高级研发经理、高级科学家,参与SK-2小灯泡研发工作,在护肤品研发方面经营丰富
黄晨泽	董事、御泥坊品牌事业部负责人	曾任“小迷糊”品牌总监,2018年12月后负责新锐品牌的整体运营,2020年开始操盘御家汇核心品牌“御泥坊”实现大幅增长
灵犀	水羊电商副总经理	9年美妆类多品牌电商全渠道操盘经验 在中国市场带领城野医生3年实现从0到5亿的销售规模 曾创下天猫爽肤水销量第一、天猫国际精华品类第一
吴小瑾	董秘、副总经理	中南大学管理学博士,曾供职于拓维信息系统股份有限公司、招商湘江产业投资管理公司,具有丰富的企业上市和投融资相关经验
晏德军	财务总监、副总经理、水羊电商总经理	曾任克明面业股份有限公司董事、财务总监 阿尔斯通(广东)高压电气有限公司财务总监 艾利(广州)有限公司财务总监

资料来源:公司公告,中国银河证券研究院整理

股权激励彰显信心,凝聚人才,优化治理。公司股权激励计划持续推出并不断达成。公司于2019年4月推出**股票期权与限制性股票激励计划**,进一步促进活力释放。激励计划首次授予日为2019年6月26日,共计865.67万份,约占公司股本总额的3.18%。激励对象共787人,包括公司董事、高级管理人员、核心技术人员及其他人员等,并提出了对于公司未来业绩增速的具体要求;2021年4月推出**新一轮股票期权与限制性股票激励计划**,首次授予激励对象456人,首次授予限制性股票总量839.2061万股。本激励计划首次授予的激励对象根据岗位薪酬结构不同分两类,第一类激励对象共计372人,第二类激励对象共计84人。本激励计划对第一类、第二类激励对象获授的限制性股票分别设置不同的归属安排。归属对应的考核年度为2021年-2023年三个会计年度,并对公司业绩和个人业绩做出要求。由此,核心骨干人才与公司深度绑定,有利于提升员工的工作积极性、凝聚力和创造力,促进公司长期可持续发展,优化公司的内部治理结构。该激励计划也彰显公司信心,向市场传达了积极信号。

表 3: 水羊股份 2019 股权激励情况

激励计划	时间	行权/解除限售期	解除限售期条件	数量	授予对象
2019年股票期权与限制性股票激励计划	2019年4月	首次授予的股票期权/限制性股票	2019年营业收入不低于27亿元	股票期权	787人授予股票期权,786人授予限制性股票
			2020年营业收入不低于31.5亿元	347.67万	
			2021年营业收入不低于36亿元	股票	
			2022年营业收入不低于40.5亿元	345.27万	
		预留授予的股票期权/限制性股票	2020年营业收入不低于31.5亿元	股票期权	86.82万

2021 年营业收入不低于 36 亿元 股; 限制性
2022 年营业收入不低于 40.5 亿 票 86.32 万
元 股

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

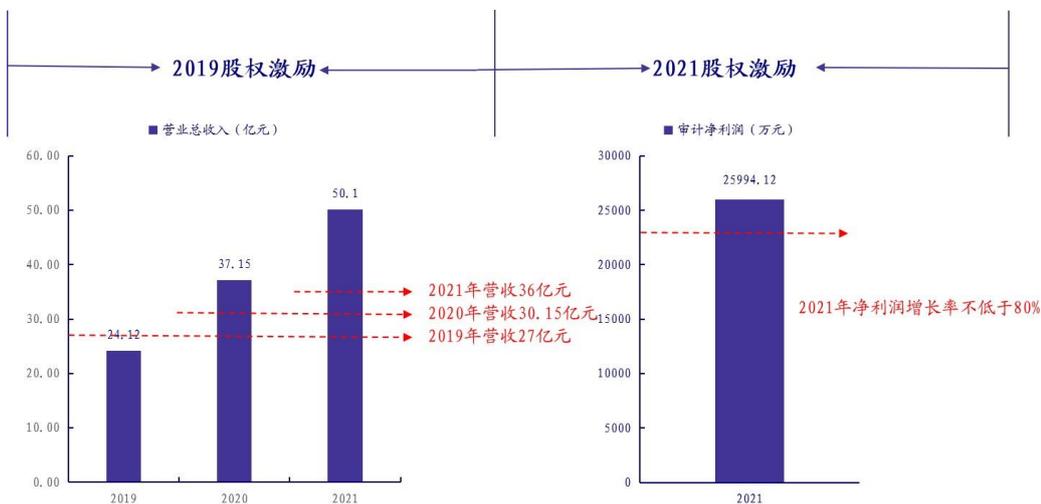
表 4: 水羊股份 2021 股权激励情况

激励计划	时间	归属安排	解除限售期条件	归属比例	授予对象
2021 年股票期权与限制性股票激励计划	2021 年 4 月	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%	33.33%/40%	第一类激励对象 372 人, 第二类激励对象 84 人
		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%	33.33%/40%	
		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%	33.34%/20%	

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

除受业务调整影响, 2019 年公司业绩目标未能完成外, 公司 2020 年营收 37.15 亿元, 业绩目标已超额完成, 首次授予权益第二个行权期和预留授予第一个行权期/解除限售期行权/解除限售条件成就达成。2021 年度公司营业收入为 50.10 亿元, 首次授予权益第三个行权期和预留授予第二个行权期/解除限售期行权/解除限售条件成就如期达成; 第二轮的 2021 股权激励计划中第一个归属期归属条件已满足, 公司 2021 年达成净利润值为 25,994.12 万元, 以 2020 年净利润为基数, 2021 年净利润增长率高于 80%, 且根据个人绩效考核结果, 首次授予部分第一个归属期符合归属条件的激励对象人数为 309 人, 可归属股份数量为 127.41 万股。且目前公司仍高速增长, 我们认为公司股权激励计划后续将顺利进行。

图 5: 股权激励目标完成情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

（三）公司经营情况：盈利能力持续修复，营运能力不断增强

1. 水乳膏霜品类高速增长，代理业务兴起

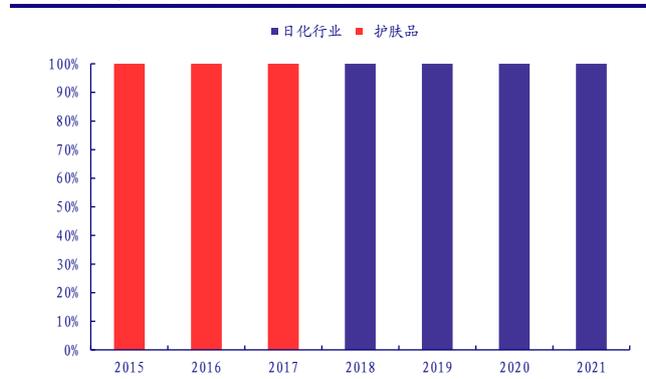
公司 2018 年起由主营护肤品转向日化行业，业务可分为自有和代理两部分，代理业务开始于 2016 年。产品品类包括贴式面膜、非贴式面膜、水乳膏霜以及品牌管理服务费。整体看，不同品类占比存在变化，但**主营业务未发生过重大变化**。公司的主营业务占比总营收比重极高，且不断提高，2015—2017 年，主营业务营收占比始终稳定在 99%以上，2018 年以来，进一步提高，稳定在 100%。

图 6：水羊股份主营业务营收构成情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

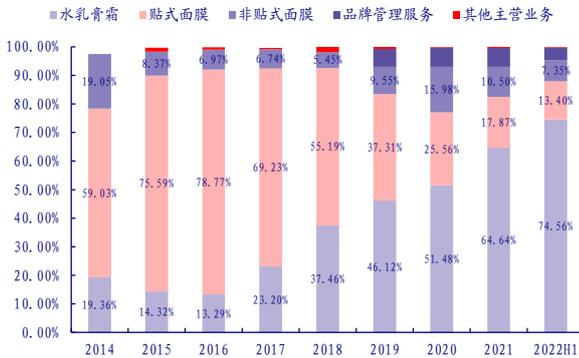
图 7：水羊股份主营业务行业分布



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

分品类看，①**贴式面膜一度是公司营收的主要来源**。公司起家泥状面膜，2014—2016 年贴片式面膜占比不断提升，至 2016 年占比达到峰值，此后，由于激烈的市场竞争和公司代理业务的兴起，占比不断下降，增速不断放缓。②**非贴片式面膜高增态势难以维持**。自 2016 年以来，非贴片式面膜始终呈正增长状态。得益于疫情后宅家美容趋势兴起，非贴片式面膜走入大众视野，2019-2020 快速增长，占比快速提升。近两年受公司产品升级和品类调整影响，增速大幅下降至负值。③**水乳膏霜成长为营收第一大品类**。2014—2022 年，公司水乳膏霜营收占比反超面膜成为第一大品类。从增速看，2017 年以来始终保持高速增长。是因为一方面公司自有品牌品类拓展，另一方面代理业务以水乳膏霜品类为主。④**品牌管理服务**为公司部分代运营业务收取的服务费，营收占比稳定在 6%左右。2022H1 占比下降至 4.44%。公司代理业务扩张，但多采取经销模式，服务费占比较少。

图 8：水羊股份主营业务营收构成情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 9：水羊股份主营业务分品类增速情况（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

进一步来看，公司各品类营收占比变化的主要原因是公司根据行业变化，不断优化品类结构，以及代理业务的快速崛起。2017 年之前公司主要以生产贴片式面膜为主，贴片式面膜能占到公司总营收的 70%以上，2018 年后，由于贴片式面膜行业门槛低，大量竞争者不断入局，竞争日趋激烈。根据星图数据，2015—2018 年，主品牌御泥坊在面膜行业市占率排名不变，但是所占份额由 5.9%下降至 3.6%。公司业务遭受冲击，贴片式面膜营收大幅下滑，营收占比不断下降。在此种状态下，公司转变战略，自 2018 年起强化对非面膜品类的培育，自有品牌扩充水乳膏霜、彩妆产品线，同时成立了水羊国际，代运营业务高速发展，促使公司水乳膏霜占比迅速提升。

表 5：2015—2019 年御泥坊面膜市占率及排名

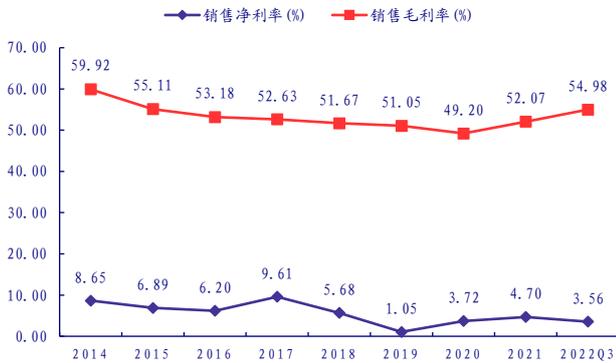
姓名	市占率	排名
2015	5.9%	1
2016	5.4%	3
2017	5.1%	3
2018	3.6%	1
2019	4.9%	3

资料来源：星图数据，中国银河证券研究院整理

2. 毛利率逐步提升，周转能力不断加强

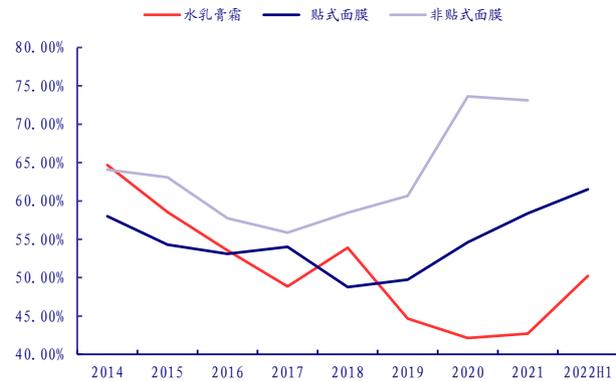
从盈利能力看，盈利能力持续修复。公司毛利率与净利率自 2014 年以来不断下降，主要是因为销售费用的上升。近两年开始持续修复，毛利率和净利率不断增长，2021 年毛利率和净利率分别 52.07%和 4.70%，盈利能力逐渐增强。2021、2022Q3 毛利率高于行业均值 38.21%/35.21%，公司在市场中具有一定竞争力。利润率的修复主要原因在于公司优化了品类结构，毛利率较高的非贴片面膜增长，以及逐渐提高占比的水乳膏霜毛利率增长。

图 10: 水羊股份毛利率与净利率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 11: 水羊股份不同品类毛利率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

从营运能力看，营运规模和能力不断加强。公司存货周转能力持续上升，存货周转率从 2019 年起 1.81% 增长至 2021 年 3.37%。存货周转天数不断下降。公司存货规模不断扩大，库存商品从 2020 年 5.42 亿元逐步扩大至 2021 年 6.06 亿元。部分因为承接了强生集团的代运营业务，承担了部分库存，整体销售实力上升。公司应收账款率和应收账款天数维持稳定，营运能力总体稳定提升。

图 12: 水羊股份存货和应收账款周转情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 13: 水羊股份存货构成 (万元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、自有品牌：品牌升级研发赋能，面膜、护肤等品类多点开花

(一) 行业分析：国货化妆品崛起，Z 世代群体消费潜力巨大

1. 本土化妆品市场规模持续增长，高端美妆发展空间较大

我国化妆品市场整体处于成长阶段，与美国、日本等成熟市场相比，中国化妆品市场增

速处于高位。2021 年中国美容个护产品市场达到 5686.05 亿元，成为全球第二大化妆品市场，根据欧睿咨询预计 2022 年市场规模将增长至 6164.33 亿元。2014-2021 年复合增速为 10.93%，2021 年同比增长 9.18%，世界/美国/日本同期增速为 6.78%/5.76%/4.58%。在美妆消费理念逐步普及、核心消费人群不断扩大以及消费升级的驱动下，国内美妆市场规模持续扩大。中国美妆市场规模在社会消费品零售总额中的占比呈持续上升态势。2022 年以来，在疫情反复、消费环境承压的背景下，我国化妆品行业市场受到一定影响。根据国家统计局发布的社会消费品零售数据，2022 年上半年，社会消费品零售总额 210,432 亿元，同比下降 0.7%。其中，化妆品零售总额为 1,905 亿元，同比下滑 2.5%，增速相对放缓。但长期来看，我国化妆品行业健康度良好，仍有较大增长潜力。根据 Euromonitor 预测，2022 年化妆品类零售总额将达 6,608 亿元，化妆品市场仍保持着不断扩容、增长的趋势。总体上说，消费需求增加来源于人们对外表的重视程度增加、对美好形象的精神需求增加。随着美妆自媒体的发展与流行，人们对于化妆品的认识逐渐丰富，渐渐培养护肤化妆习惯，化妆品消费需求持续增长。

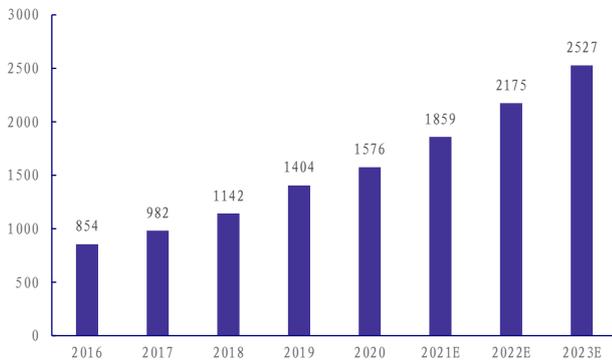
图 14： 2008-2026E 化妆品市场规模（亿元）及增速（%）



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院整理

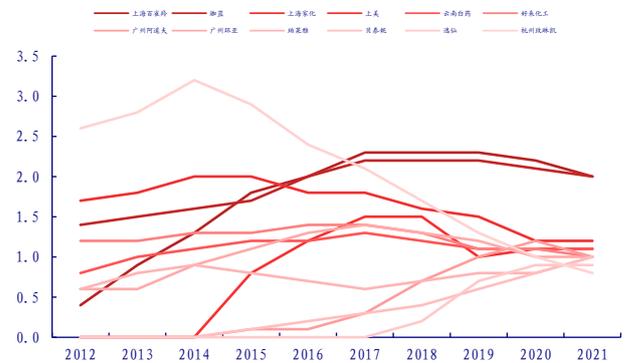
随着美妆国货的逐渐崛起，年轻消费者对本土美妆产品质量的认可及民族文化自信心的增强，中国本土美妆市场规模持续增长。根据艾瑞咨询《2021 年中国本土美妆行业研究报告》2020 年，中国本土美妆市场规模达 1576 亿元。在良好口碑的影响下，未来本土美妆的品牌效应将不断凸显，预计本土美妆市场规模增速将高于整体美妆。2023 年，中国本土美妆市场规模预计约 2527 亿元，2021-2023 年复合增速预计将达 16.6%。从公司角度来看，中国化妆品前 20 公司市占率总体呈上升趋势。2021 年市占率排名前 20 公司中，本土公司占据 12 位。本土美妆如贝泰妮、广州逸仙、阿道夫等迅速崛起，迎头赶上，伽蓝集团、百雀羚等市占率稳步提升。

图 15: 2016-2023E 中国本土化妆品市场规模 (亿元)



资料来源: 艾瑞咨询, 中国银河证券研究院整理

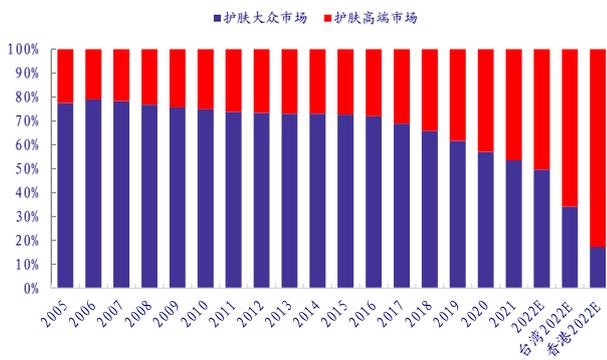
图 16: 2012-2021 年排在前 20 的本土美妆公司市占率变化 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

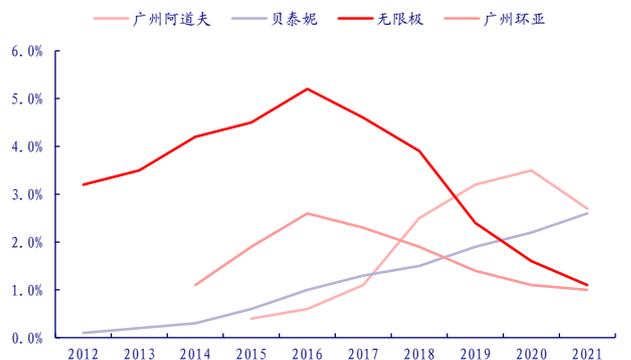
我国化妆品市场以大众市场为主, 但高端市场增长更快并且占比不断提升。根据艾瑞咨询《2022 年中国美妆护肤品行业投资研究报告》, 从供给端看, 国际品牌及老牌本土品牌经过多年深耕中国市场, 有较强的品牌信用背书, 客户粘性更高。相比于国际品牌在各个价位段均有布局, 本土品牌较多分布在中低端市场。随着人们对生活品质追求的提高, 消费者对化妆品高品质及品牌层级要求逐步提升, 中高端品牌凭借优质产品与广泛传播的品牌美誉度迅速发展。我国高端美妆市场以国际美妆集团主导, 近年来本土公司向高端市场扩张, 市场份额逐步扩大。本土品牌阿道夫和薇诺娜市占率迅速扩张至 2.6%和 2.7%, 位列第六位和第七位。美妆公司市占率前 20 名中, 本土公司总市占率从 3.3%提升至 8.4%, 四家公司跻身高端美妆市场市占率前 20, 发展势头强劲。

图 17: 我国护肤品大众市场与高端市场对比 (%)



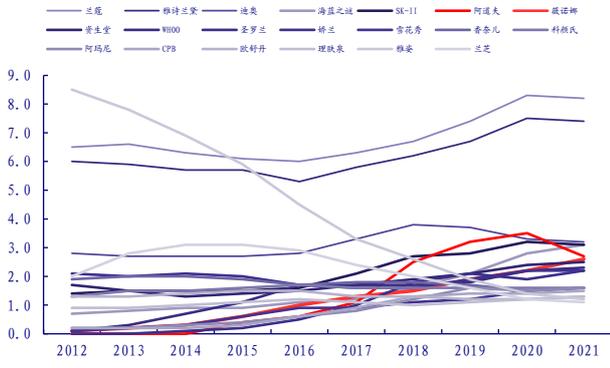
资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 18: 我国高端美妆市场前 20 中本土公司市占率变化 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

图 19: 我国高端美妆市场前 20 品牌市占率变化 (%)



资料来源: Euromonitor, 中国银河证券研究院整理

放眼高端市场，本土高端美妆仍有很大发展空间。日本、韩国、美国、法国的本土市占率为 72%、59%、43%、83%，而我国高端本土市占率远低于上述国家。由于随着传统品牌积极营销以及众多的新兴品牌的涌入，一些品牌选择转移资源发展利润空间较大的高端市场，通过自研与收购等方式布局高端市场。2021 年以来，珀莱雅、丸美和上海家化等旗下护肤品牌集体涨价，用最简单的方式开启品牌的“高端化”，根据魔镜数据，2021 年天猫美妆行业增长主要由商品单价提升驱动。天猫 2021 年护肤类销售额同比 20 年增长 9%，单价提升 12%，而销量同比减少 3%。水羊股份、完美日记、colorkey 珂拉琪等，其母公司通过收购海外小众高端品牌来完善矩阵。在政策方面，《化妆品监督管理条例》和十四五规划也在倡导本土美妆企业重视产品研发和产品质量安全，提升品牌影响力与竞争力，培育一批高端品牌。这意味着高端品牌将成为企业新的机会点。面对美妆市场的高端化趋势，国产企业已展开战略布局，未来低线城市化妆品渗透度的提高和消费升级为本土中高端品牌提供了巨大的发展空间。

图 20: 我国本土美妆大众市场与高端市场对比 (%)

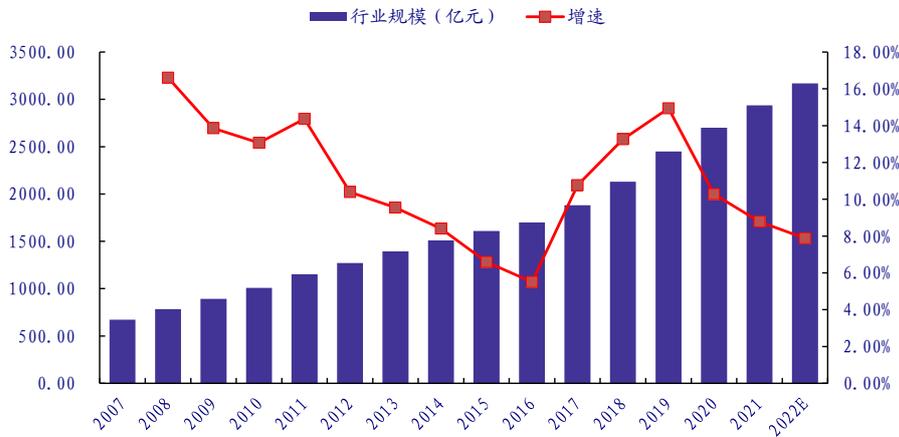


资料来源: 艾瑞咨询, 中国银河证券研究院整理

2. 护肤品市场稳步增长，头部品牌更看中品牌力和研发力

护肤品占据化妆品市场的主要部分。随着年龄增长，女性的保湿、美白、抗皱等需求增加，对护肤品的功效要求增加，意味着所使用的护肤品单价增加。养成护肤习惯后消费者对护肤品的使用频次和需求稳定。2021 年中国护肤品市场达到 2938.06 亿元，同比增长 8.78%，在疫情的冲击之下增速出现小幅回落，2015-2021 年复合增速为 10.90%。欧睿咨询预测，2022 年中国护肤市场达到 3169.66 亿元，同比增长 7.88%。

图 21：2007-2022E 中国护肤品市场（亿元）及增速（%）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院整理

护肤具有较强的功能消费属性，因此具有较长的研发周期与生命周期，连带销售效应强，消费者决策周期与反馈周期长，线上渠道占比更高；根据艾瑞咨询《2022 年中国美妆护肤品行业投资研究报告》，头部企业竞争力较高：**头部企业有资本优势和技术研发优势。对发展时间较长的品牌，用户对其信任度较高，粘性强。新锐品牌缺少品牌积累，用户粘性较低。**

行业竞争依靠品牌力和研发力。一方面，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。在此背景下，**真正具备研发实力、拥有鲜明产品认知与品牌力的美妆企业更能建立起消费者的信任感**，优化行业竞争格局。另一方面，行业新规陆续出台并从严实施，提高了行业门槛，头部企业的竞争优势愈渐彰显，对行业长远健康发展有着重要意义。伴随着我国经济稳定发展以及人均可支配收入的增长，居民消费水平显著提升，消费者对化妆品的需求进一步升级，在功效升级和成分进阶趋势下，具备技术和研发实力的品牌及产品更能得到消费者的青睐。

研发端来看，化妆品的研发包括基础研究与产品开发两类。因基础研究的技术及资金要求较高，开发难度较大，通常只有资金实力较强的大型化妆品集团具备基础研究实力。化妆品的产品开发难度相对较小，多数本土化妆品公司有条件进行产品开发。本土美妆多以产品开发领域为切入点，不断提升自身在美妆研发领域的实力。研究方式上，本土美妆公司通常通过自建研发团队及实验室或与研究机构及大学合作的形式提升自身的研发能力。其中，在选择合作研究机构时，主要看重研究实力，合作机构的历史悠久程度、专利技术数量、美妆研究的实验室占地面积、研发生产是否符合国家相关生产质量标准要求等为其主要考量因素。

表 6：研发环节对比分析

	基础研究	产品开发	
		配方开发	产品开发
含义	指对化妆品的基础原料、人体皮肤结构、及成分对皮肤作用的深层研究。	主要对化妆品的各种原料的使用及配比进行确定。	指为了更好地吸引消费者打造产品概念、设计包装等。
该环节的技术	☆☆☆☆	☆☆☆☆	☆☆☆

及资金壁垒

该环节的开发难度	☆☆☆☆☆	☆☆☆☆	☆☆☆
该环节所需开发周期	☆☆☆☆☆	☆☆☆	☆☆
本土美妆品牌在该环节的资金投入	☆☆☆☆☆	☆☆☆☆	☆☆☆☆☆
本土护肤	因基础研究环节的进入壁垒与开发难度均较高，一般只有资金实力较强的大型化妆品集团具备基础研究实力。	优势在深度，重在成分与配方挖掘。	设计包装相对简单、追求质感；包材测试环节相对简单，流程较少。

资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院整理

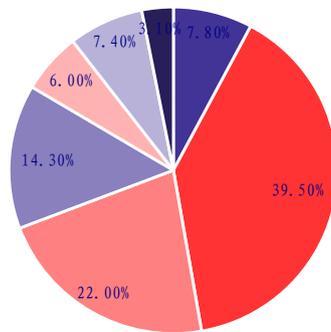
3. 消费人群结构年轻化，产品选择更加专业化

从需求端来看，面部护肤消费群体随着消费人群结构年轻化，男性群体逐步增加，老龄化群体坚持护肤以及农村使用群体的增加四大因素的推动将持续扩大，同时随着市场多年教育，消费者对护肤知识了解逐步加深，对产品的选择将更加专业化、高端化。

美妆行业用户群体年轻化。根据艾瑞咨询用户调研，18-25 岁群体占比 39.5%，跃居第一大群体。Z 世代群体消费潜力大，市场渗透率有望提升。

图 22：2021 年美妆行业用户画像

■ 17岁及以下 ■ 18-24岁 ■ 25-30岁 ■ 31-35岁 ■ 36-40岁 ■ 41-50岁 ■ 51岁及以上



资料来源：艾瑞咨询 One Media，中国银河证券研究院整理

Z 世代出生于 1995-2009 年，成长于优渥的经济条件和丰富的物质生活背景下，从小被互联网、即时通讯、智能手机和平板等科技产物环绕。他们年轻，踌躇满志、注重体验、个性鲜明，同时拥有较高的消费力，为中国新消费、新经济发展带来重要力量。作为第一个完全在数字时代出生的群体，Z 世代网络生活丰富，自我充电不只有娱乐也有知识学习，人均每天线上时长逾 5 小时，再加上良好的付费意识，他们也拥有较高的线上消费力。后颜值经济时代下，精致是 Z 世代的 X 面标签之一，在时尚消费中以美妆护肤、潮流配饰和香水香氛作为前三必备。10 个 Z 世代中有 9 个在最近一年购买过护肤品。超六成的 Z 世代保持每日护肤；另外，护肤还要有“仪式感”，他们中有近 1/3 会把护肤时间定在半小时左右。秉持着“敷最贵的面膜，熬最晚的夜”，面膜成为主要消费护肤品。除了基础护肤品外开始购买精

华、面霜等更高阶的护肤品，呈现出精致化的护肤趋势。

（二）公司核心竞争力：营销能力卓越稳固品牌优势地位，研发、生产为销售赋能

1. 销售端：品牌升级品类结构优化，全方位营销能力卓越

（1）主品牌御泥坊优势稳固，协同新锐品牌焕新升级

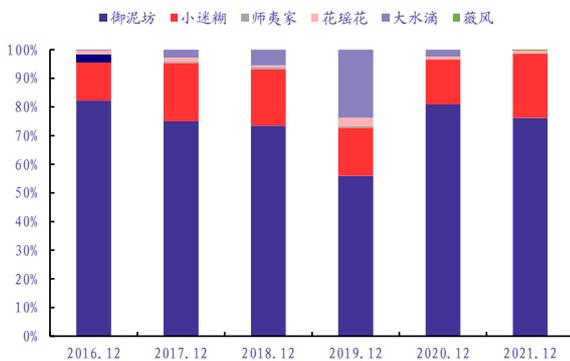
公司早期以“御泥坊”的泥状面膜起家，在淘宝面膜领域占领一席之地后，开启打造差异化多品牌道路，内孵外延构建品牌矩阵，满足多样化市场需求。经过多年的培育发展，公司旗下现有御泥坊、小迷糊、花瑶花、御 MEN、HPH、大水滴、VAA 等 7 个品牌，价位覆盖大众低端到高档中端市场，人群覆盖年轻女性、男士、成分党、熬夜肌、纯天然无添加护肤群体等，旗下品牌多以面膜产品为主，覆盖面膜、水乳膏霜、彩妆、个护清洁等化妆品领域。

表 7：水羊股份旗下品牌

品牌	成立年份	品牌定位	产品	针对客群	产品价位
御泥坊	2006	天然护肤产品	面膜、水乳膏霜、彩妆	年轻女性	60—800
御	2011	专业男士护肤品	面膜、水乳膏霜	男士群体	70—300
花瑶花	2011	民族护肤品牌	面膜、水乳膏霜、彩妆	温和无添加安全护肤群体	200—400
小迷糊	2012	青春/IP	面膜、水乳膏霜、彩妆	大学生群体	50—200
大水滴	2015	熬夜修护	面膜	熬夜肌	100—400
HPH	2015	医美、损伤修护	面膜、精华	成分党	200—700
VAA	2016	传递精简美学的美妆	彩妆	独立女性	100—500

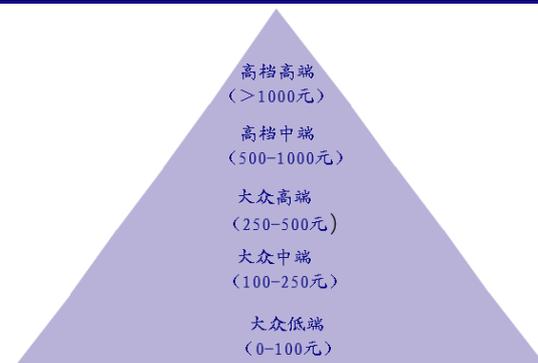
资料来源：公司官网、淘宝，中国银河证券研究院整理

图 23：各品牌营收占比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 24：化妆品价格带划分（%）



资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院整理

主品牌御泥坊面膜优势稳固。面膜是公司的主营业务，2016 年营收占比高达 86%。随着近些年公司的战略调整，公司不断扩品牌、扩品类，且开启“自有+代理”双轮驱动业务模式，面膜营收占比呈下降趋势，但就面膜行业而言优势仍存。公司主品牌御泥坊在面膜行业始终占据一席之地，根据 CNPP 数据以及网络用户调研结果，御泥坊位于十大品牌网评选出的 2021 年面膜品牌第三位，天猫粉丝超千万，主流电商，唯品会、京东等渠道优势品类面膜排名行业前三。

表 8：2021 十大品牌面膜榜

排名	品牌	简介	星品	天猫粉丝数
1	欧莱雅	巴黎欧莱雅是欧莱雅集团里知名度最高、历史最为悠久的大众化妆品品牌之一，主要生产染发护发、彩妆及护肤产品。	安瓶玻尿酸补水精华面膜	1847 万
2	自然堂	主流国产植物化妆品品牌，以补水保湿效果知名，凝时鲜颜/雪域精粹/雪润皙白系列广受欢迎。	喜马拉雅补水面膜	2086.8 万
3	御泥坊	水羊股份旗下，国内知名的天然矿物护肤品牌，较具网络影响力的泥浆面膜品牌。	氨基酸泥浆精华面膜	1044.5 万
4	一叶子	韩束推出的纯净植物护肤品牌，国内颇具人气的天然纯净/高品质新鲜面膜，集产品研发、生产、销售于一体的多元化美妆产业集团。	鲜嫩水光面膜	932.1 万
5	膜法世家	专注花果、谷物、食材等天然植物为原料的特色膜类个人护理产品，其绿豆泥浆面膜、黑面膜、奶皮面膜等备受消费者推崇。	绿豆泥浆面膜	1171 万
6	蒂佳婷	韩国药妆品牌，由韩国知名的皮肤科医生共同研制，从基础护肤到底妆推出多个系列产品，针对不同皮肤类型、皮肤问题，安全、有效，适合所有人群，经过美国 FDA 认证。	蒂佳婷蓝丸面膜	364 万
7	OLAY	始于 1952 年，宝洁公司旗下，专注护肤品/沐浴产品研发的美肤专家，OLAY 滋润霜享誉世界，维他命晚霜开创了营养护肤先河。	抗糖小白瓶面膜	1665.9 万
8	百雀羚	始于 1931 年，经典国货品牌，主打草木护肤，以护肤香脂享誉全国，凡士林霜/甘油一号等畅销国内。	小雀幸面膜	960.1 万
9	兰芝	始于 1994 年韩国，爱茉莉太平洋旗下，保湿护肤专家，年轻时尚化妆品牌，其彩妆在业内较具影响力。	益生睡眠面膜	730 万
10	美迪惠尔	韩国专业药妆公司 L&P (株) 化妆品公司旗下，推崇家用美学护肤概念，致力于帮助消费者解决肌肤困扰，将面膜护肤融进日常生活。	水库安瓶面膜	58.3 万

资料来源：十大品牌网，中国银河证券研究院整理

细分品类来看，涂抹式面膜高速发展。公司以泥状面膜起家，底蕴深厚。相传在滩头，在有着 1500 年历史的湘西边陲小镇，古代的居民们一直保留着一种奇特的“祭泥仪式”。清光绪年间，以这种神秘泥块为原料生产的护肤品颇受妇女欢迎，成为宫中养颜圣品，被封为“御泥”，为公司主品牌御泥坊由来。经过多年发展，2014—2020 年，公司非贴式面膜营收从 0.82 亿元增至 5.94 亿元，6 年营收翻 7 倍，营收占比不断提升，2019—2020 年高速发展，公司非贴式面膜增速分别高达 88.34%、157.67%，远超其他品类。2021 年至 2022H1 受市场变化影响有所下滑。但根据青眼情报《涂抹面膜市场洞察报告》显示，2021 年天猫涂抹式面膜品牌数同比增长近四成，国产品牌占比高达 45.8%。我们认为，未来国有品牌将进一步发力涂抹式面膜，抢占更多市场份额，公司作为国产涂抹式面膜龙头，有望享受更多红利。

图 25: 2014—2022H1 非贴片式面膜营收 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 26: 2014—2022H1 非贴片式面膜营收占比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

御泥坊专注涂抹式面膜，为行业龙头。国产品牌中主要是国产专业面膜品牌在布局涂抹式面膜，比较国产专业面膜品牌御泥坊、一叶子、膜法世家、美即可发现，公司深耕该领域多年，并不断推出新品，产品矩阵较同行更丰富，产品功能更齐全。御泥坊、膜法世家、一叶子、美即涂抹式面膜 SKU 数分别为 18、14、5、1，且一叶子有三种产品是当年推出的新品，美即的双皮奶涂抹面膜也是 2021 年才推出，两个品牌刚开始布局相关赛道，产品以基础保湿、清洁功效为主，有待进一步发展。膜法世家与御泥坊背景更为相似，两者皆深耕泥浆面膜数十年，御泥坊产品矩阵更丰富，产品功效更多样，除基础保湿、清洁、美白产品外，还有适合敏感肌的舒缓修护涂抹面膜、针对熬夜肌修护泥膜、针对油痘肌的祛痘泥膜、针对淡细纹的滋润产品泥膜。

表 9: 国产涂抹式面膜品牌对比

品牌 (SKU)	分类	产品矩阵	主要功效	价位 (g/ml)	核心成分	月销
御泥坊 (19 种)	清洁	氨基酸泥浆精华面膜	深层清洁	1.11	羟乙基脲、伊力水云母、丁二醇、水辉石、硅石、15 种氨基酸	4 万+
		绿豆泥浆精华面膜	控油、深层清洁	1.54	高岭土、甘油、丁二醇、水辉石等 78 种成分	7000+
		九法净颜泥浆面膜	深层清洁	1.83	日本扁柏、辛酰羟肟酸、1-3 丙二醇石英等	100+
		净润晨露泥浆精华面膜	清洁控油去黑头	6.6	高岭土、伊力水云母、山茶籽油、活性茶多酚	69
		玫瑰免洗睡眠面膜	深层补水	1.79	环五聚二甲基硅氧烷、环己硅氧烷、丁二醇等	2000+
御泥坊 (19 种)	保湿	晶亮红石榴睡眠面膜	补水	2.04	丁二醇、甘油、丙二醇、烟酰胺、甜菜碱等	73
		御庭莲花双效保湿面膜	保湿	2.82	甘油、聚乙二醇-400、莲、对羟基苯乙酮	19



	元气豆乳面膜	补水修护	3.32	氢化卵磷脂、生育酚 乙酸酯、对羟基苯丙 酮	1000+
	晶亮红石榴睡眠免洗面 膜	改善黯哑	1.1	-	800+
美白	美白睡眠面膜	美白保湿	1.19	丁二醇、甘油聚醚- 26、环五聚二甲基苯 氧烷	1万+
	美白嫩肤泥浆面膜	美白嫩肤、清洁毛 孔	2.32	-	600+
	净痘茶树泥浆精华面膜	祛痘、调理油痘肌	2.32	高岭土、丁二醇、甘 油、水辉石、丙二醇	2000+
祛痘	幼滑黑晶冻膜	去黑头、清洁控油	1.77	丁二醇、甘油聚丙烯 酸酯、甘油、羟乙基 豚	1000+
去黑 头	杏仁酸清肌磨砂面膜	去黑头粉刺	1.77	丁二醇、辛酸甘油三 脂	30
	燕窝深层焕亮睡眠面膜	亮肤修护	1.29	环五聚二甲基硅氧 烷、环艺硅氧烷、烟 酰胺	800+
	弹润修护红参蜗牛睡眠 面膜	滋润、淡细纹	1.09	丁二醇、环五聚二甲 基硅氧烷、甘油、 1,3-丙二醇	400+
	灵芝露修护精华睡眠面 膜	滋润修护	1.59	尿囊素、氢化卵磷 脂、红没药醇、精氨 酸、卡波姆	400+
修护	蜂皇修护精华面膜	熬夜肌修护	1.99	丁二醇、甘油聚醚- 26、辛酸甘油三脂、 山嵛醇、异壬酸异壬 脂	6
	金盏花花瓣涂抹式面膜	舒缓修护	1.69	丁二醇、甘油、丙二 醇、甜菜碱、PEG 共聚 物、海藻糖、异亮氨 酸	100+
祛痘	绿豆经典泥膜	分清洁、美白、祛 痘三款	1.0	高岭土、烟酰胺 (11)、绿豆(30) 积雪草	2万+
	珍珠粉泥浆面膜	美白	1.1	高岭土、丙二醇、甘 油、肉豆蔻酸异丙 酯、珍珠粉、辛酸甘 油三脂	4000+
美白	白松露睡眠面膜	美白补水	1.35	甘油、丁二醇、棕榈 酸异丙酯、白芨根提 取物、白藜、白术、 甘松	1000+
膜法世家 (14 种)	蜂蜜柚子面膜	美白淡斑	1.19	甘油、甘油聚甲基丙 烯酸酯、聚乙二醇- 8、丙二醇、抗坏血酸 磷酸酯酶	300+
	樱桃补水保湿睡眠面膜	保湿	1.19	丁二醇、甘油、聚二 甲基硅氧烷、乙基己 基甘油、苯氧乙醇	2000+
保湿	黑玫瑰睡眠面膜	补水	1.27	甘油、1,3-丙二醇、 聚二甲基硅氧烷、季	600+

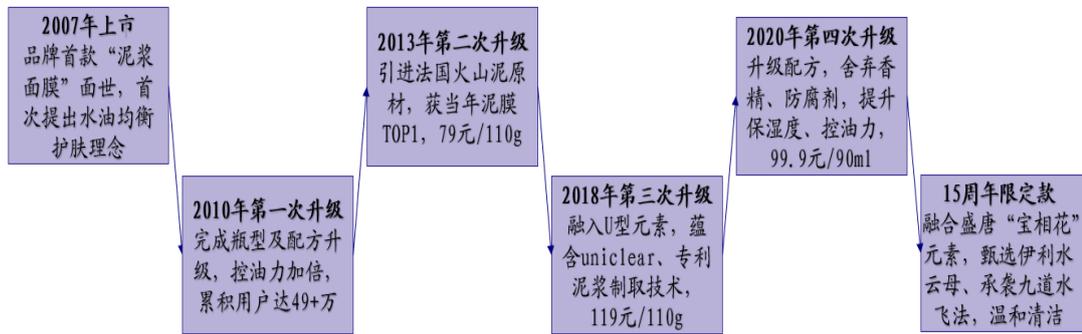


	仙人掌保湿凝胶面膜	补水	1.19	戊二醇四异硬脂酸酯、甘油聚醚-26	
	小黄瓜免洗面膜	补水	1.19	1,3-丙二醇、甘油、PPG-10 甲基葡糖醚、扭刺仙人掌、丙二醇	200+
	黑豆清润嫩肤泥浆面膜	清洁	0.96	甘油、1,3-丙二醇、聚二甲基硅氧烷、甘油聚醚-26、季戊二醇四异硬脂酸酯	300+
	龙井原生抹茶绿泥面膜	清洁	1.26	高岭土、甘油、鲸蜡硬脂醇、棕榈酸乙基酯、椰子油	1万+
清洁	桃气奶盖清洁嫩滑泥膜	清洁	3.58	甘油、牛油果树、甘油硬脂酸酯、PEG-100 硬脂酸酯	900+
	酒糟酵素撕拉面膜	清洁, 细致毛孔	1.25	甘油、聚二甲基硅氧烷、氧化锌、鲸蜡硬脂醇橄榄油酸酯	83
修护	复活草熬夜修护面膜	熬夜肌修护	3.51	聚乙烯醇、乙醇、北美金缕梅、肉豆蔻酸乙丙酯、VP 共聚物	200+
	绿豆沙冰晒后修护面膜	晒后舒缓修护	1.08	1,2-己二醇、对羟基苯乙酮、1,2-戊二醇、二裂酵母发酵产物	200+
	绿豆清爽泥膜	深层清洁	0.66	-	72
清洁	净肤控油清颜泥膜	清洁	3.38	甘油、高岭土、聚二甲基硅氧烷、矿油、丁二醇	300+
	清润平衡新研泥膜	清洁	0.99	高岭土、甘油、丁二醇、膨润土、甜菜碱	30
一叶子 (5种)	白松露熬夜面膜	补水	2.5	-	82
	红茶紧致睡眠面膜	补水	3.36	甘油、1,2-己二醇、甜菜碱、环五聚二甲基硅氧烷	100+
美即 (1种)	双皮奶涂抹面膜	补水亮肤	1.89	-	35
				辛甘醇、苯氧乙醇、对羟基苯乙酮、硅石	69

资料来源: 美丽修行、天猫, 中国银河证券研究院整理

“经典泥浆清洁面膜”热销 15 年, 持续推陈出新。明星爆款御泥坊氨基酸泥浆面膜 2020 年全网销量超 700 万瓶, 取得了天猫全年涂抹式面膜销售额及销量第一的成绩, 按每瓶单价 100 元计算, 2020 年该产品约贡献 5 亿营收, 占公司总营收的 13.5%。热销 15 载, 专注泥浆面膜, 历经 5 次升级换代, 2021 年荣获天猫“2021 年度面膜奖”, 并被《瑞丽伊人风尚》评选为年度“人气清洁面膜”, 累积售出 762.51 万瓶, 天猫月销 4 万+, 同样是国产专业面膜膜法世家旗下的爆款绿豆泥浆面膜相比, 销量更高, 绿豆泥浆面膜累积销售 490 万瓶, 天猫月销 2 万+。2022 年处于天猫涂抹面膜好评榜第九, 回购榜第十位, 年度累计 9540 人回购, 累计好评 20 万+。

图 27：泥浆面膜更新换代历程



资料来源：淘宝，中国银河证券研究院整理

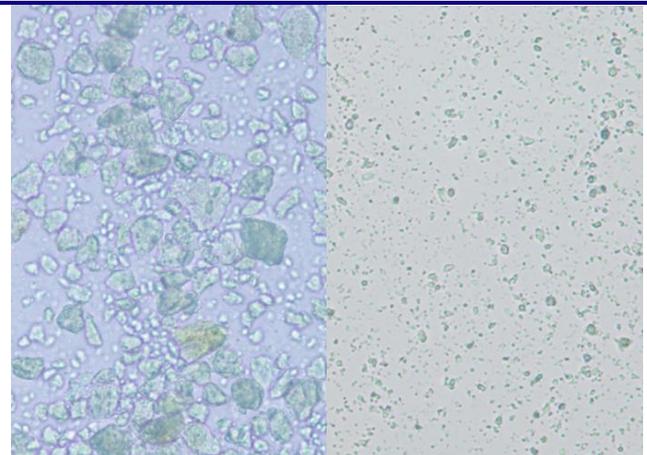
星品原材料更高级，超越市面同类产品。从清洁力看，泥浆越细腻，吸附能力越强，清洁力越强。氨基酸泥浆面膜以伊利水云母为主要原材料，并承袭盛唐九道水飞法，现代科技赋能，最终提取出微米级泥浆精华，粒径仅头发丝 1/30 大小，解决了清洁面膜清洁与温和不可兼顾的问题。相比之下，目前市面上的清洁泥膜多以高岭土为主要原材料，如膜法世家绿豆泥浆面膜、亚马逊白泥、悦木之源泥娃娃、Swisse 蜂蜜排毒面膜等。400 倍显微镜下，伊利水云母较高岭土颗粒更小，棱角更少，亲肤吸附力更强。此外，产品安全性更高，除伊利水云母外，主要添加成分还包括羟乙基脲、丁二醇、水辉石、硅石、15 种氨基酸等 47 种成分，在美丽修行中均被评为安全绿色成分，产品安全性评分 4.9 分，与亚马逊白泥并列美修清洁面膜类安全性最高评分。

图 28：御泥坊氨基酸泥浆面膜



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 29：400 倍显微镜下普通高岭土与伊利水云母形态

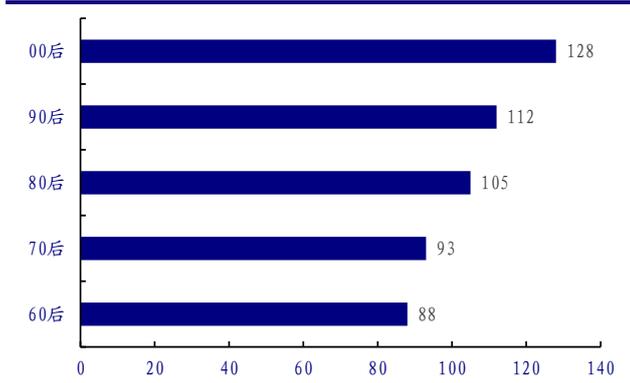


资料来源：中国银河证券研究院整理

御泥坊产品定位更加年轻化，为消费者提供极具民族特色文化的品牌及产品体验。御泥坊以国货情怀成为国潮美妆的代表品牌。据《2022 年国潮品牌发展蓝皮书 —— “国潮”崛起正当时》显示，目前国风文化深受年轻人喜爱，90 后、00 后对“国风”偏爱度明显高于其他年龄段，90 后、00 后是当前消费主力，也是未来的消费风向标，国风已成为新兴热门元素。公司精准把握消费趋势，御泥坊国风形象契合当代年轻人，品牌更加年轻化。2020 年御泥坊从内核到外形全面升级，呈现全新盛唐形象。重拾古法，将唐宫技艺九道水飞法、八繁

九制法运用到产品中，推出了九法泥浆面膜、八繁九制霜、云想衣裳花想容御套等名片产品，产品档位进一步抬升，以国风形象博得消费者青睐。2022年422品牌日“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。艾瑞咨询显示，超过九成消费者接受国潮美妆产品的溢价，溢价范围在10%-30%之间，近20%的消费者接受30%以上的溢价。御泥坊微800次抛精华、耀白面膜、春风拂面泥浆面膜等新品投放发力，核心消费用户中高客单人群提升显著。未来品牌力会随着产品体系的不断完善逐步体现出来，并进一步带动销售的提升。

图 30：2021 年国风文化关注人群分布 (TGI)



资料来源：百度 2021 国货骄傲搜索大数据，中国银河证券整理

图 31：国潮美妆产品购买渠道



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院整理

图 32：御泥坊天猫旗舰店唐宫形象



资料来源：天猫旗舰店，中国银河证券研究院整理

图 33：御泥坊春江花月夜系列



资料来源：天猫旗舰店，中国银河证券研究院整理

新锐品牌方面，公司“小迷糊”、“大水滴”等自主品牌重塑产品定位，推出全新单品，进行品牌升级。各品牌围绕核心单品展开一系列营销活动，联动多位 KOL、KOC 链接消费者，强化品牌及产品认知，获得优异表现。

表 10: 新锐品牌升级情况

品牌	品牌定位	新品	核心单品	品牌表现
	年轻肌科学护理专家	肌源卸妆乳、肌源洁颜蜜和肌源保湿水乳		获得 5 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
	以科技和品牌文化作为支撑，专注 熬夜护肤 细分赛道	大水滴熬夜面膜、3 点祛痘精华		天猫、抖音、快手等多渠道获得祛痘精华销量 top1，全网销售超百万瓶，品牌 GMV 破亿
	专研男士压力肌肤	“一键清爽套装”		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
	致力于更专研、更有效、更温和的皮肤损伤修护技术	HPH 小红针精华脸部修护提亮精华		品牌进入万宁线下铺店超 100 家，线下渠道实现新增长
	打造自然骨相妆	中性灰修容、小轻罐		明星化妆师王亚飞全渠道种草，头部美妆博主自发种草

资料来源：公司公告，天猫旗舰店，中国银河证券研究院整理

(2) 产品结构持续优化，构造全品类格局

公司持续品类优化，以面膜为主，持续推出精华、水乳霜等品类新品。贴片式面膜市场竞争激烈，公司优势坚挺，同时优化产品结构，寻求新增长点。自 2018 年起，公司贴片式面膜业务受市场激烈竞争影响，增速放缓。我们整理了当前市场上主要面膜品牌贴片式面膜产品销量情况，从总销量和月销量角度看可以看出，主品牌御泥坊贴片式面膜产品在市场上仍占据一席之地，但是目前市场竞争白热化。在此状态下，为寻求新的增长点，增强竞争力，公司强化对非面膜品类的培养，主品牌御泥坊自 2018 年起大力发展水乳膏霜，优化产品结构。2021 年推出微 800 小分子量玻尿酸次抛精华，由中国工程院陈坚院士及团队九年研发巨献，分子量为 800da，是市面上截至目前最小分子量次抛精华。BIGDROP 大水滴产品升级后聚焦 3 点祛痘精华打造大单品。我们对御泥坊天猫旗舰店的水乳膏霜、彩妆品类进行了整理，可以发现，相比 2013—2017 年，2018 年之后，御泥坊每年均推出大量水乳膏霜产品，并开

始推出彩妆，且产品价位也在不断提升，如 2021 年新推出的八繁九制护肤套装定价 839 元，微 800 玻尿酸精华次抛原液定价 799 元/24ml，较之前产品价格段有明显提升。其他品牌方面，小迷糊、花瑶花于 2018 年开辟彩妆品类。公司水乳膏霜品类拓展迅速，根据公司战略，预计未来能进一步放量。

表 11: 各品牌贴片式面膜产品对比

品牌	总销量超 100 万	总销量 50—100 万	月销过万产品	星品
御泥坊	4	0	4	鲜嫩美莓面膜
膜法世家	5	1	3	水润痘肌纱布修护面膜
一叶子	-	-	5	多维修护黄金蜂巢面膜
美即	2	1	0	鲜注膜力玻尿酸水力面膜
自然堂	3	0	5	喜马拉雅补水面膜
百雀羚	1	0	3	小雀幸静润补水面膜
美迪惠尔	1	0	3	水库面膜
蒂佳婷	1	0	3	蓝丸面膜

资料来源：天猫旗舰店，中国银河证券研究院整理

表 12: 御泥坊非面膜产品梳理

上市时间	2013—2017	2018	2019	2020	2021	2022
护 肤、 彩 妆	2013 玫瑰滋养护肤套装 (409 元)	采亮嫩肤精华液 (199 元 /30ml)	小灯泡精华霜 (149 元 /50g)	活性肽控油平衡水凝霜 (158 元 /50g)	八繁九制护肤套装 (839 元)	微 400 玻尿酸次抛抗老精华液 (559 元 /24ml)
	2015 弹润修护红参蜗牛眼霜 (299 元/15g)	红石榴洁面乳 (59 元 /100ml)	亮颜葡萄籽精华霜 (198 元 /50g)	烟酰胺提亮焕颜霜 (238 元 /50ml)	微 800 玻尿酸精华次抛原液 (799 元 /24ml)	全新升级清爽平衡护肤水乳套装 (199 元)
	2016 晶亮红石榴眼霜 (179 元 /15g)	玫瑰洁面乳 (59 元 /100ml)	烟酰胺提亮乳液 (238 元 /120ml)	臻白淡斑套装 (649 元)	深层男士洁面乳 (99 元 /180ml)	牡丹精华油 (499 元 /30ml)
		红石榴养肤水 (79 元 /150ml)	红宝盒双层持妆气垫霜 (199 元 /20g)	八繁九制修护霜 (499 元 /100g)		春风拂面飞天洁面乳 (129 元/100ml)
		红石榴面霜 (159 元 /15g)	御时光城市倍护防晒 (209 元/50ml)	玻色因 A 醇护肤套装 (649 元)		
		红石榴乳业 (89 元 /120ml)		烟酰胺护肤套装 (599 元)		
		皙白透亮防晒乳 (109 元 /50ml)		活性肽控油平衡乳 (128 元 /120ml)		
				八繁九制修护乳液 (298 元 /120ml)		

资料来源：天猫旗舰店，仅整理明确上市时间的产品，中国银河证券研究院整理

图 34: 御泥坊微 800 玻尿酸原液次抛精华

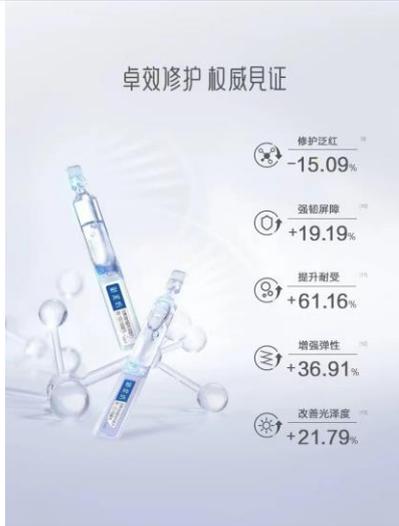


图 35: 大水滴 3 点祛痘精华



资料来源: 天猫旗舰店, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 36: 产品品类营收占比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

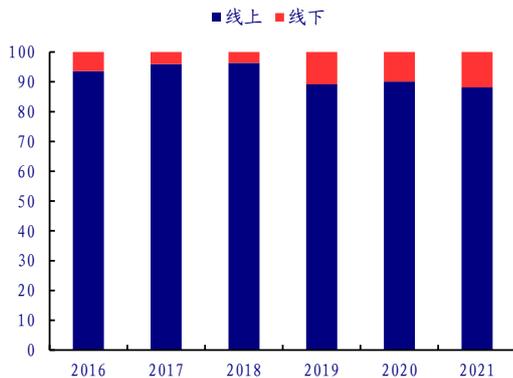
(3) 牢筑电商优势，线上线下载道全覆盖

从渠道端看，全方位打造销售体系，线上线下载道全覆盖。近年来，社交媒体高速渗透，电商渠道呈现分化，流量或将重新趋于碎片化，品牌力、渠道布局能力以及电商运营能力等较强的化妆品企业将拥有更长久生命力和更高产业链地位。当前公司销售渠道以线上为主，要通过天猫、淘宝、京东、唯品会、抖店、快手、拼多多等互联网电商平台及公司自营商城“御泥坊-官方直营商城”、“水羊潮妆”、海外平台对外销售。公司线下销售主要通过直营店、经销及代销模式进行销售，在屈臣氏、沃尔玛、家乐福、万宁、各大城市化妆品专营店、公司直营店以及社区平台等上架销售，实现线上线下载道全覆盖。

互联网基因根植，线上占据优势地位。公司起家线上，是第一代淘品牌龙头企业。主品牌御泥坊是第一批入驻淘系电商平台的品牌，入驻时间为 2007 年，相比之下，膜法世家为 2008 年，美即为 2009 年，百雀羚、佰草集、珀莱雅为 2010 年，一叶子为 2012 年，自然堂为 2013 年，且只有御泥坊专攻线上渠道。2014 年至 2021 年，线上营收占比始终占超过 90%，相较于其他化妆品公司均位居第一，线上布局始终强势。我国美妆行业 2013-2018 年近五年期的复合增速为 8.56%；其中线上渠道的销售额占比提升较快，较十年前仅 0.7%的水平

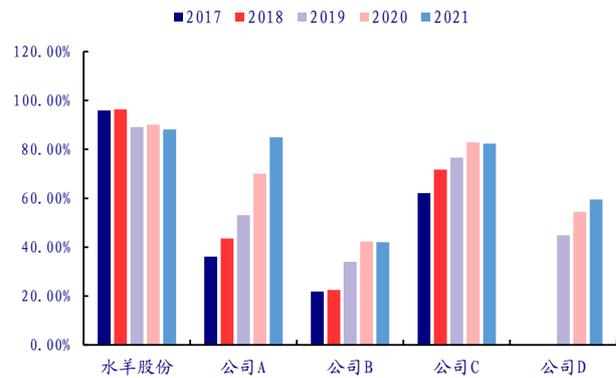
大幅提升 26.7 个百分点，公司 2013-2018 年近五年期的复合增速接近 25%，远超美妆行业的整体增速，线上是未来美妆主要增长点。近年来公司在护肤品行业线上销售额占比逐渐提升，2019 年护肤品线上销售额占整体销售额的 10.9%，这一比例在 2020 年上升至 20.6%，并在 2021 年进一步达到 22.3%。

图 37: 营收渠道拆分占比 (%)



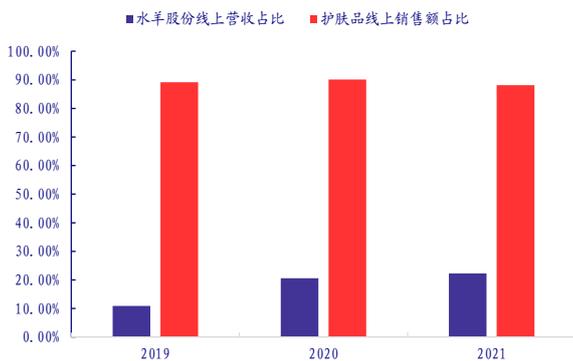
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 38: 2017—2021 各公司线上营收占比对比图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

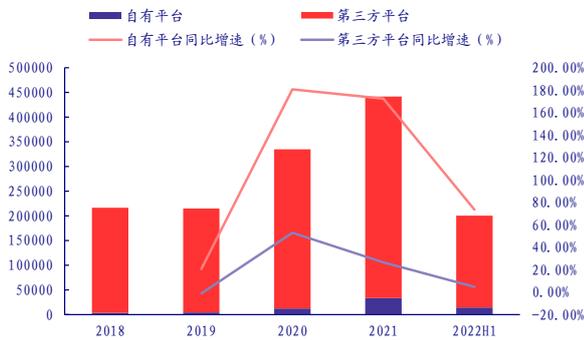
图 39: 水羊股份线上占比与护肤品行业线上占比对比 (%)



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

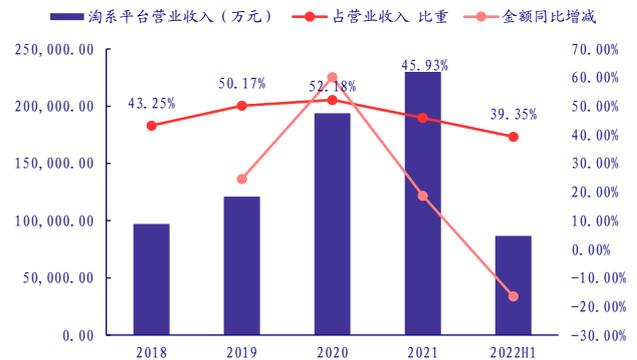
公司线上渠道销售分为自有平台和第三方平台。自有平台为自营，第三方平台有自营、经销和代销三种模式。自营平台运营方面，以公司自有小程序水羊潮妆为代表。第三方平台自营模式以天猫、淘宝为代表，经销以京东为代表，代销以唯品会为代表。平台对比来看，自有平台虽占比较小，但维持高速增长。第三方平台收入占主要部分，占比超过 80%。第三方平台以淘系平台（天猫、淘宝、阿里巴巴等）为主。2022H1 新增网店 49 个，期末网店 222 个，淘系平台占比下降至 39.35%。公司以淘系平台为主，积极开展其他第三方平台的营销销售活动。公司逐步完善新型社交电商、新媒体渠道的布局，联合抖音平台主播直播贡献 GMV，小红书平台合作 KOL 推荐打造爆品等；**自营平台运营方面，公司积极拓展：**自有小程序水羊潮妆成为支付宝美妆零售类小程序 TOP1，2022 年上半年新增会员数超 300 万，B 端合作平台水羊直供打造品牌权益包体系，2022 年新入驻合作分销商超 7000 家，并协同多个品牌，实现全方位的增长；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；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 40: 线上渠道拆分及增速 (%)



资料来源: 欧睿, 中国银河证券研究院整理

图 41: 销售收入占比 10% 以上的平台营收情况 (淘系平台)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

数字化优势支撑线上电商渠道销售。公司具有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。多年以来，公司投入了大量的资金进行自主技术开发，积累了丰富的数字化经验。在业务方面，公司的多个电商系统获得国家软件著作权，其中自主研发的销售管理信息系统，支持千万级日订单的处理能力。**公司多家控股子公司为线上销售赋能：**湖南水羊电子商务有限公司负责电子商务平台的开发建设，湖南水羊科技有限公司负责软件开发，长沙水羊信息科技有限公司提供技术服务等。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。

线下高速发展，拓展海外业务。做为互联网淘品牌，公司过往缺乏线下运营经验，2014 年线下营收占比仅为 1.13%，公司开始意识到销售渠道过于单一，逐步开拓线下，发展线下经销商，2020 年公司线下营收占比为 9.89%，复合增长率高达 81.65%，远高于线上和营收整体增速，与其他化妆品公司相比，线下占比水平仍旧较低，但增速更快，未来提升空间巨大。海外业务方面，2019 年与东南亚主流平台 Lazada、shopee 等达成战略合作，成为平台重点主推跨境卖家，御泥坊在 Lazada 新加坡、马来西亚同步发售新年限量款面膜，在当地销售良好，公司在年终大促期间销售额增长约 900%。2020 年以来，虽受到疫情冲击，公司御泥坊品牌线下渠道经营质量大幅提升，新锐品牌线下渠道实现新增长。2022 年 HPH 门店进入万宁线下铺店超 100 家。线下实现逆势增长。

(4) 市场定位精准，营销手段多样

从营销端看，品牌年轻化趋势明显，营销手段多样，迎合年轻消费者心理。优秀的品牌营销能力是公司的核心优势，在同行中也是佼佼者。除了淘系的营销手法跟其他的面膜品牌类似，公司的营销能力更体现在其社会化营销和传统媒体营销。

公司作为湖南本土最大的电商企业，坐拥湖南芒果台大 IP，获得高度曝光。早在 2010 年，CEO 戴跃峰上《天天向上》“快乐淘宝”专辑，首次亮相给御泥坊带来爆发式增长，当年，御泥坊销售额增长 10 倍达到 4000 万元；2011 年销售额接近两亿。御泥坊一直紧跟湖南卫视合作，各类美容美妆时尚类节目，例如《越淘越开心》、《我是大美人》等，美妆美容

老师倾情推荐。背靠湖南卫视，在热播电视剧和综艺进行软植入：2013《特殊身份》《小爸爸》《咱们结婚吧》、2014《花儿与少年》、2015《克拉恋人》、2016《亲爱的翻译官》《寻找爱的冒险》《十五年等待候鸟》《奇妙的时光之旅》、2021年《女心理师》《陪你逐风飞翔》《风起洛阳》等。

表 13：部分植入的热播电视剧、网剧和综艺

电视剧	播出时间	平均收视率	收视份额	影响力
《咱们结婚吧》	2013	2.08	5.53	第 20 届上海电视节白玉兰奖最佳电视剧银奖
《小爸爸》	2013	1.45	3	2013 年 9 月收视夺冠
《花儿与少年》	2014	1.66	6.80	收视率同时段排名第一
《克拉恋人》	2015	1.12	4.3	2015 国剧盛典年度十大影响力电视剧
《亲爱的翻译官》	2016	2.05	6.19	收视率同时段排名第一
《十五年等待候鸟》	2016	0.69	3.73	播放率同时段排名第一
《风起洛阳》	2021	-	21.79	2021 年度中国十大影响力影视剧
《女心理师》	2021	-	10.12	播放率同类型网剧排名第一

资料来源：百度百科，中国银河证券研究院整理

创造话题事件、提升品牌热度。品牌携手影响力机构，多次制造营销事件创造话题热度，举例如下。**校园膜范生：**2015 年开始，御泥坊携手《OMG! 噢买咖》当家主持吴昕王小牙，在全国各大高校开展校园膜范生招募活动，通过线上招募、线下地推宣传相结合的形式，吸引超过百万人参与。**航天定制、与中国航天事业合作：**2014 年御泥坊联合首都航空打造御泥坊号飞机，并根据极度干燥的机舱环境推出航空定制版面膜。2015 年御泥坊品牌获得“中国航天事业赞助商”商标及冠名，通过将航天技术嫁接到面膜产业，成功推出主打嫩白、紧致功效的太空面膜研发太空面膜新品。**多领域跨界合作：**御泥坊 x 宝格丽设计师，亮相巴黎蓬皮杜艺术中心；联合以中国风民族风为卖点的新型鲜茶店茶颜悦色推出联名款护肤品及彩妆；签约治愈系画者黑荔枝，与知名时装设计师杨冠华、李晨的时尚潮牌 MLGB 合作，联手“亚洲最美瑜伽教练”母其弥雅打造 15 分钟面膜瑜伽；取得香港著名产品设计公司 Semk Products Ltd 旗下主力品牌 B. Duck 小黄鸭、迪士尼 TsumTsum 系列形象授权等，从各领域的跨界合作中全面开启，将新颖的时尚元素、卡通形象与传统的品牌基调相结合，打造出适应于互联网时代审美文化的定制风潮。**发布盛唐体：**2021 年御泥坊设计团队用 18 个月研究，以盛唐的壁画、器皿、服饰、建筑、文化、诗歌、习俗等美学之道为基础，结合现代文字笔划设计，把属于盛唐的美，一笔一划地凝练成 6763 个字，形成一套独立可用的字体。一系列的热议话题，提升了品牌知名度，也向消费者传递了品牌价值理念。

图 42: 与中国航天事业合作



资料来源: 中国银河证券研究院整理

图 43: 盛唐体



资料来源: 中国银河证券研究院整理

选择合适相同粉丝受众的当红明星博主进行产品代言与社交媒体推荐。公司选择当时极具热度的代言人为品牌代言。早年签约《我是歌手》爆红的黄致列、华晨宇，2018 年合作《陈情令》爆红的流量小生王一博，选取在《乘风破浪的姐姐》中大火的金晨专门为御泥坊多款产品做深度的体验和推荐等。品牌目标群体与明星粉丝群体高度重合，充分发挥了明星示范效应。在社交媒体注重电商消费和内容消费的相互转化。从达人破圈到品效合一，构建具象化种草场景。以抖音为例，御泥坊合作尹可以、张檬等多位头部 KOL 以及抖音种草 KOL 陈小绿、初初是小海、奇异玛丽等，通过展现达人使用的真实场景，充分展示产品功效。视频中，种草达人亲身试用，结合使用感受讲解产品功效，讲解产品技术优势，并在评论区引导粉丝搜索购买，这些无形的流量，在抖音站内持续沉淀并汇聚，成为后续新品发售的“蓄水池”。值得注意的是，这些种草视频共产生超过 400 万的播放量，助力品牌新品强势破圈，实现商业种草与消费购买的有效转化。

目前国风文化深受年轻人喜爱，90 后、00 后对“国风”偏爱度明显高于其他年龄段，90 后、00 后是当前消费主力，也是未来的消费风向标，国风已成为新兴热门元素。公司精准把握消费趋势，御泥坊国风形象契合当代年轻人，品牌更加年轻化。聚焦年轻群体，御泥坊大量走进近年来大火古装影视剧中，利用其“皇家御泥”故事背景，巧妙植入。

图 44: 《那年花开月正圆》广告植入



资料来源: 中国银河证券研究院整理

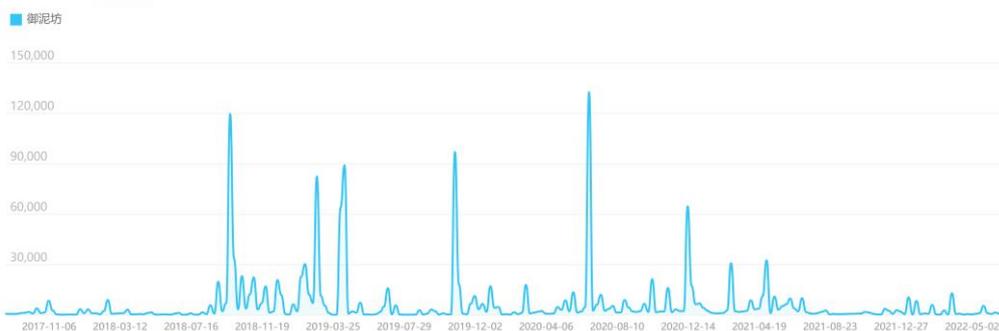
图 45: 《扶摇》广告植入



资料来源: 中国银河证券研究院整理

早在 17 年《楚乔传》中，御泥坊就通过在送礼和谍报交流场景中的植入，深度融入内容，推动剧情发展。配合精美的产品包装和主人公对话，侧面烘托产品美容养颜功效；从《秦时丽人明月心》开始，御泥坊就将情节植入进行了升级。除了常规场景植入外，升级添加了“品牌店铺推销”植入模式，在销售场景中展示产品，并配合口播深度宣传产品功能性特点；2018 年热门剧《扶摇》更将场景植入进一步升级，**营销采取与剧情深度融合，与受众圈层的互相契合，捆绑电视剧 IP 进行二次传播等手段。**御泥坊以“产品卖点+用法+原材料”的组合宣传强势植入，融合品牌调性链接古装情节设计，提升了品牌植入的效果。剧情中，医圣宗越在御泥坊养颜露中闻出含有葛雅玫瑰的成分，与其“五洲第一医圣”的身份较为吻合，也直接带出御泥坊同款产品的产品信息点。《扶摇》作为一部古装女性励志电视剧，主要观众是 19-34 岁的女性，与御泥坊受众定位 18-30 岁的女性十分契合。因此，除了剧中的植入，御泥坊与《扶摇》IP 深度捆绑，抓住剧情热点#鸭头与柿子#，在微博平台首创“御鸭表情包”和“鸭头柿子治愈系小漫画”，并获得《扶摇》片方和剧迷的主动转发，阅读量破 50 万，在在微博平台形成一波病毒传播。根据剧情发展，御泥坊顺势发起#御美有方扶摇直上#的抖音挑战赛，使用“御水术”贴纸等年轻人喜爱的社交方式与剧粉、抖音戏精互动，累计 7387.8w 人看过。如此一来，能够与品牌受众形成强互动的关系，实现了与年轻一代消费者的直接对话，并在潜移默化地占提升了品牌的好感度。我们认为，主品牌御泥坊的优秀表现体现了公司卓越的营销能力，公司业绩也会持续提振。

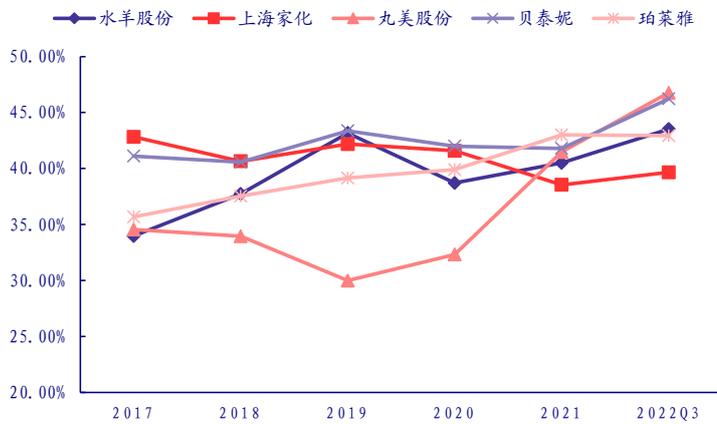
图 46：2017 年至 2022 年御泥坊百度指数



资料来源：百度指数，中国银河证券整理

营销发力，巩固多品牌优势。公司近年来战略升级后持续增加营销投入。销售费用率从 2020 年起逐步增长，2020 年销售费用率 38.71%，增长至 2022Q3 销售费用率 43.52%，同期高于珀莱雅 42.93%，上海家化 39.65%。销售费用主要投入在两方面，一方面是聚焦在大单品的打造，比如御泥坊的微 800、大水滴三点精华；另一方面，做新形象的品牌的传播。与传统做销售做流量有所不同，公司近期发展重点第一是聚焦大单品的打造，第二是聚焦品牌价值的打造和传递。未来，品牌升级后将获得更优秀表现。

图 47: 可比公司销售费用率情况 (%)



资料来源: 欧睿, 中国银河证券研究院整理

2. 生产端: 实施双科技赋能战略, 研发和生产能力提升

(1) 一流研发团队支持, 研发和工艺投入增加

应对市场对产品成分和功效的需求, 公司逐步构建研发技术优势。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, 从技术、制度及人才多方位持续推进核心产品创新研发, 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。

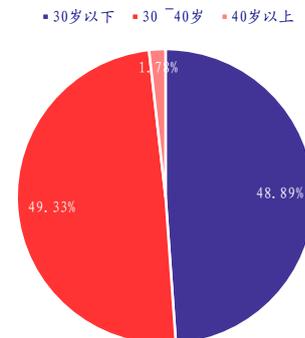
公司构建一流研发团队, 产学研结合。公司重视产品研发, 坚持技术创新, 深耕产品研发和专业领域, 先后在上海、长沙建立了科学研究中心, 拥有研发团队 200 余人。在研发人才培养方面, 开展“远洋计划”, 招收了一批海内外知名高校制药工程、生物与医药、分析化学、神经生物学等专业优秀硕博毕业生, 开展研发体系定制化培养, 为公司研发体系储备核心技术人才; 产学研方面, 公司与江南大学、中国农业科学院麻类研究所、中南大学、湘雅二医院等机构开展持续且深入的合作, 通过多项产学研合作项目加强创新原料的开发及生产工艺创新, 保证持续输出有价值的研究成果, 掌握了多项独有技术和产品配方, 已在发酵原料、功效因子开发及纳米载体开发方面取得阶段性进展。公司建立了院士专家工作站, 在 2022 年 9 月对外宣布聘请陈坚院士为首席科学家, 成为中国美妆企业首创。陈坚院士作为合成生物学权威领军人, 过去 40 余年深耕发酵工程领域, 在多项发酵微生物筛选技术上实现了重大突破, 项目也多次获得国家科技进步奖、国家技术发明奖等。公司与陈坚院士已合作多年, 在其指导下通过全球首创水蛭源透明质酸酶酶切技术实现的超小分子量透明质酸近期也已经落地生产。产业化角度来看, 微 800 和微 400 透明质酸次抛精华都是由陈坚院士及其团队的研究成果转化而来, 未来公司将依托品牌定位和消费者需求, 与陈坚院士的研发方向相匹配来进行研发和产业化应用。公司研发团队规模近年来不断扩张, 人员呈年轻化。2019-2021 年从 106 人增长至 225 人, 研发人员数量占比从 6.54% 提升至 7.62%, 40 岁以下研发人员占比 98.25%, 公司研发团队具有年轻活力。

图 48: 研发团队规模 (人)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 49: 研发人员年龄构成



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

技术方面, 研发团队结构升级, 从原料研发、基础研究、工艺研发、配方研发等做细分。按照细分品类去做研发中心的搭建, 比如面膜研发中心、精华研发中心、洁面研发中心等。在**基础研究领域**, 由首席科学家陈坚院士带领的团队、博士工作室等做原料研发、基础研究, 持续对年轻肌、压力肌、熬夜肌等皮肤机理进行深入研究; 拓展发酵、生物合成、植提等方向的多款原料研究, 多款原料进入中试阶段, 实现多项原料自主掌控; 自研的 800 道尔顿透明质酸达到批量生产水平, 并交付工厂量产, 大力提升了公司产品竞争力; 在**配方研发领域**以细分品类为中心的研发中心, 专注对细分品类的配方研发。整体上搭建肌理模型, 进行应用配方研究、新原料开发、人体及细胞功效实验等投入。制度上开展 AB 竞研机制, 并发布相应制度规范, 鼓励产品创新, 提高公司产品研究深度和储备丰度, 确保产品更有市场竞争力。预期 2022 年底公司配方工程师可以超过 100 位。

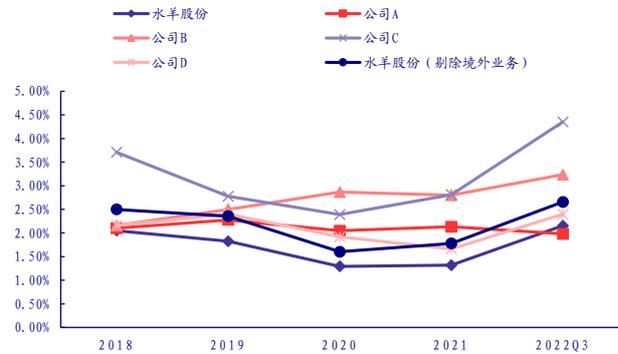
基于公司双科技赋能战略, 研发和工艺上持续加大投入。公司结合水羊智造基地的生产, 搭建了细分研究中心, 建立了更多实验室, 并在研究设备仪器等方面做了投入。研发团队从原料、工艺、基础研究、法规、包材到配方, 全链路已经超过 300 人, 预期年底应该就能够到 500 以上。产品从研发到上新路径逐步优化。公司既有独有的原料, 也有独有的工艺, 独有的工艺可以在独有的设备上面去做实现。公司建立自己的工厂, 对工厂大额投资, 对很多设备做了二次的研发和改造, 可以实现独有的工艺。进化到拥有了独有原料、独有工艺、独有配方、独有的生产设备。因此**产品不管是从原料还是配方、工艺, 都能够有更好的保障, 更好的竞争力**。2017-2022 前三季度, 研发支出总体不断提升, 研发支出占营收比例从 2020 年起不断提高。对比来看, 研发支出位于行业前列。公司 2021 年研发支出增速为 37.50%, 处于行业中上, 2022H1 研发支出增速 40.4%。公司加大研发投入, 研发费用率行业排名较前 (由于公司代理业务营收有一定占比, 因此以剔除境外营收为基准计算研发费用率)。且公司研发投入增速位于行业前列, 未来有望取得更多研发成果。

图 50: 研发支出 (万元) 及占营收比例 (%)



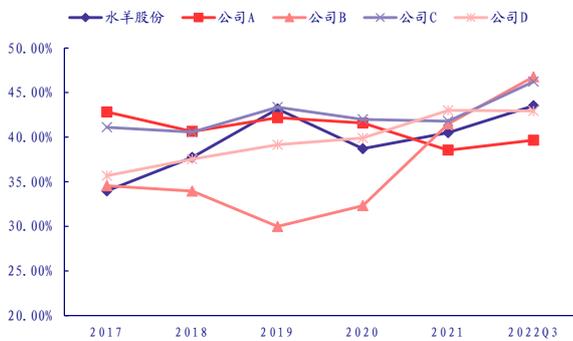
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 51: 研发费用率对比 (%)



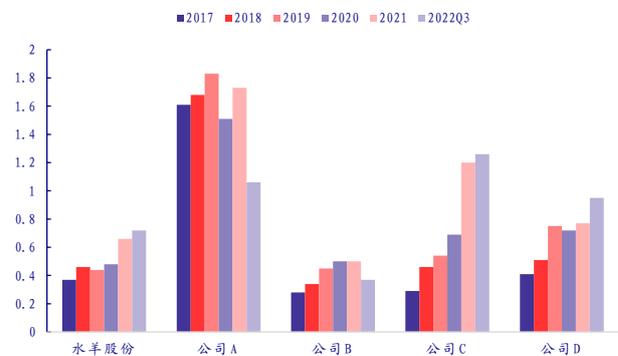
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 52: 研发支出增速对比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 53: 研发支出对比 (亿元)

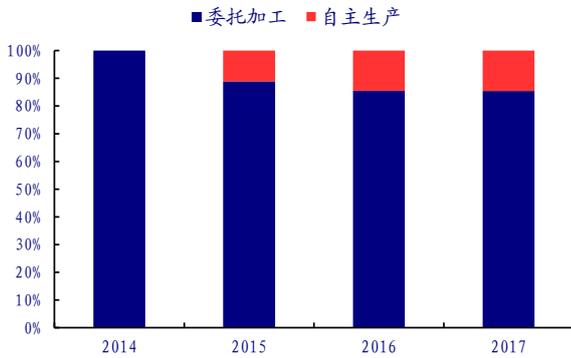


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

(2) “水羊智造”提供生产保障，加速新品研发进程

从生产端看，全球单体产能最大、智能化最高“水羊智造”上线。公司以往产品生产以委托加工为主，据公司招股书披露，2017年委托加工生产成本占比仍超过85%，之后具体比例公司未进行披露，但是在年报中明确采用委托加工的方式安排生产。为完善公司战略布局和产能布局，公司于2018年投资8亿建设集面膜研发、设计、生产、物流等于一体的全球面膜智能生产基地“水羊智能制造基地”，包括生产车间、试验中心及检测厂房、研发楼、仓库、办公及配套设施等。2022年8月，首届水羊科技创新峰会暨水羊智造基地一期投产启幕。据估计，项目建成后预计年均面膜产能35亿片、水乳膏霜产能1亿瓶，最高年产能可达20亿元。同时，“水羊智造基地”将成为全球单体产能最大、智能化程度最高的面膜生产基地，生产全程智能化、自动化，能极大地提升产品质量过程控制，提高效率。新基地投入运营后，将有效减少对外协工厂的依赖，为公司生产提供强力保障。同时为产品研发赋能，不断加速新品研发进程，为品类结构的调整优化提供生产技术支持。对于应对疫情下产能短缺、原材料全面涨价压力也有利，可进一步控制生产成本，提高毛利率。

图 54: 公司生产成本占比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 55: 水羊智能制造基地图



资料来源: 中国银河证券研究院整理

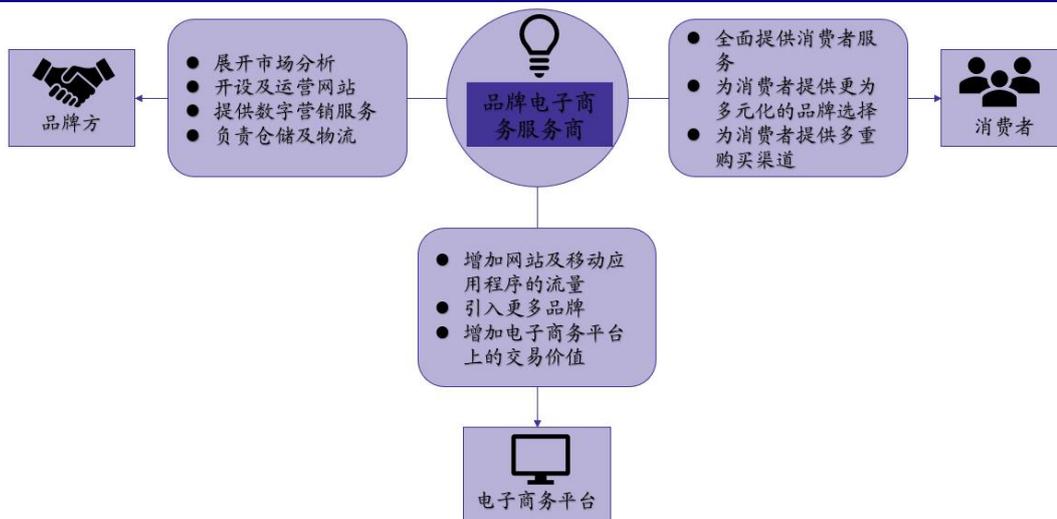
三、代理业务: 与强生深度合作, 承接海外优质品牌高速增长

(一) 行业现状: 电商代运营行业当前处于减速扩张阶段, 美妆品牌代运营服务仍存在高需求

1. 电商代运营行业减速扩张, 有从经销向服务模式转变趋势

根据商务部《中国电子商务报告》中定义, 电商代运营商属于电商的衍生服务业。其服务环节已从行业发展初期的基础服务 (商品管理、店铺运营、客户服务) 拓展至支撑服务 (IT 服务、消费者管理、营销服务、仓储物流服务等), 目前基本覆盖品牌线上化所需的全链路服务, 部分代运营商还会利用其市场信息优势为品牌方提供关于产品定位以及推广等方面的建议。代运营商所能提供的价值并不局限于品牌方, 而是在电商平台、品牌及消费者之间达成生态链接。

图 56: 品牌服务商生态图



资料来源: 中国银河证券研究院整理

电商代运营行业自 2003 年诞生至今，可以划分为以下三个阶段：

阶段一：2003 年至 2008 年行业处于萌芽起步阶段，随着电商行业的逐步发展，催生代运营公司诞生，主要服务 C2C 平台上的卖家客户，此阶段内行业规模从无到有，2009 年之前不足 50 亿元，粗略测算此阶段内行业规模的复合增速高达 314%；

阶段二：2008 年至 2015 年行业处于高速发展阶段，行业大环境中以淘宝商城为首的 B2C 平台兴起，品牌商开始注重电商化渠道的建设与发展，由此对于电商代运营的需求增长旺盛，此阶段内行业规模从 2009 年的 50 亿快速提升至 2015 年的 4248 亿元，阶段内行业规模的复合增速为 110%；

阶段三：2015 年至今行业进入减速扩张阶段，此时电商平台以淘宝天猫为首，开始多元化的发展，品牌商愈发注重在线上渠道的精细化运营，需要快速适应当前环境下多变的市场化需求以及各类平台的运营要求，对电商代运营的需求继续扩张；但行业体量基数已经达到较高水平，故增速水平会对应出现相对滑落。此阶段内行业规模从 2015 年的 4248 亿元进一步提升至 2019 年的 11355 亿元，阶段内行业规模的复合增速为 28%。

在未来阶段，行业资源向部分企业集中，电商代运营行业的发展，已经从机会主义的发展模式，变成了战略驱动发展模式。主要有四个战略模式：第一，行业聚焦战略。代运营将在各自行业形成寡头，资深的专注行业的运营商可以辅导工厂和品牌商进行品牌定位和产品开发，从而让品牌商对其产生非常强烈的依赖。第二，价值链环节聚焦战略。企业聚焦在服务价值链的细分环节，包括拍摄、质检、营销、客服等环节，依靠足够专业细分价值点的专业度为客户和合作伙伴提供专业服务。第三，前向纵深战略。向上游延伸，与工厂合资，成为品牌商。第四，代理商战略。与品牌商采取采销模式，成为网络渠道代理商，以运营能力和类目资源作为最核心的竞争力。

图 57：电商代运营行业发展经历三个阶段



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院整理

图 58：电商代运营行业规模变化情况（亿元）



资料来源：商务部，中国银河证券研究院整理

从业务模式看，目前代运营业务模式主要分为**经销和服务模式**。整体来看，经销模式下代运营公司能得到更大的营收规模，更能赚取产业链上利润，客户粘性更高，可以掌握更多消费者数据，对品牌设计、销售的参与度更深；服务模式承担风险较小，毛利率较高。此外，除经销和服务模式外，还有渠道分销、品牌策划等模式，其中渠道分销模式下服务商类似于一级经销商，品牌策划模式下服务商以塑造品牌形象、推动品牌传播为目标、联动电商平台为销售引流（类似于广告公司）、其业绩不与销售挂钩。

表 14: 经销与服务模式对比

业务模式	服务模式	盈利模式	店铺主体	成本费用构成	优势	劣势	适合品牌
经销	买断品牌方产品，向终端消费者/第三方 B2C 平台/分销商销售商品	销售收入与采购成本及各项营销费用等的差额	代运营公司	采购商品支出计入成本；运营团队人力、仓储物流、营销推广等支出计入销售费用	经销更能赚取产业链上利润，客户粘性更高，带来营收规模更大。掌握更多消费者数据，对品牌设计、销售的参与度更深	需承担存货风险，存货周转率低；资金占用大，需要像品牌方预付货款	新进入的海外品牌，可充分享受品牌高增长红利。
	线上管理	为品牌特定制营销推广服务，帮助品牌方销售	品牌方	运营团队人力以及仓储物流支出等计入成本，营销推广费用由品牌方承担	承担风险较小；对资金需求较小，资金流动性好，ROE 高，可快速扩张，毛利率较经销/分销高	话语权较低；竞争加剧，佣金率不断下降	成熟的头部品牌
服务	内容为品牌方制定并执行营销策划方案	服务费收入与服务成本的差额		向第三方服务商支付的推广执行费用、人力成本等计入成本			

资料来源：中国银河证券研究院整理

公司主要代理美妆品牌，当前国内美妆行业经过多年成长，很多头部品牌逐渐建立起自己的自营团队，更倾向于自营或服务费模式，但部分中腰部欧美、日韩品牌仍以经销模式为最优选择。品牌方会根据其生命周期选择代运营模式，成长初期，其通常选择经销模式，特别是刚刚进入中国市场的海外品牌或是在电商渠道刚刚起步的小品牌；随着品牌的发展、知名度提升，品牌方电商团队健全/运营能力提升，其经销模式或转为服务模式或者自主运营。以 2020 年双十一销售额前 20 的品牌为例，仅两家为经销。

表 15: 头部美妆品牌代运营模式概况

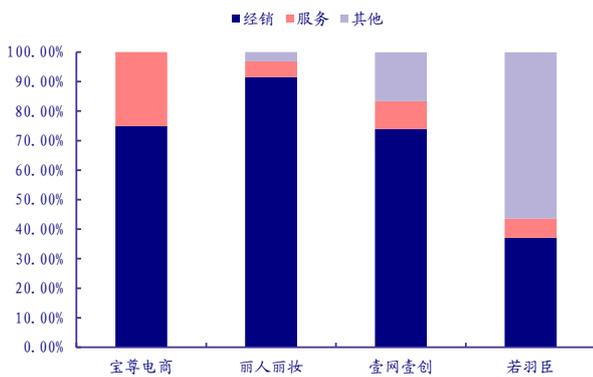
品牌	运营主体	服务模式	所属集团
巴黎欧莱雅	自营	2018 由经销转自营	欧莱雅
雅诗兰黛	杭州悠可	服务费模式	雅诗兰黛
兰蔻	自营	2018 由经销转自营	欧莱雅
后	丽人丽妆	服务费模式	LG 生活健康
OLAY	壹网壹创	服务费模式	宝洁集团
SK-2	杭州悠可	服务费模式	宝洁集团
薇诺娜	自营	自营	贝泰妮
资生堂	乐其电商	服务费模式	资生堂集团
雪花秀	丽人丽妆	经销	爱茉莉
自然堂	自营	自营	伽蓝集团
Lamer	杭州悠可	服务费模式	雅诗兰黛
科颜氏	自营	自营	欧莱雅
修丽可	自营	自营	欧莱雅
珀莱雅	自营	自营	珀莱雅
赫莲娜	自营	自营	欧莱雅

芙丽芳丝	丽人丽妆	经销	佳丽宝
雅顿	壹网壹创	服务费模式	伊丽莎白雅顿
百雀羚	壹网壹创	2020 由经销转服务	百雀羚集团
娇韵诗	杭州悠可	服务费模式	娇韵诗
wis	自营	自营	广州慕可
黛珂	杭州悠可	服务费模式	高丝集团

资料来源：淘数据，天猫旗舰店，中国银河证券研究院整理

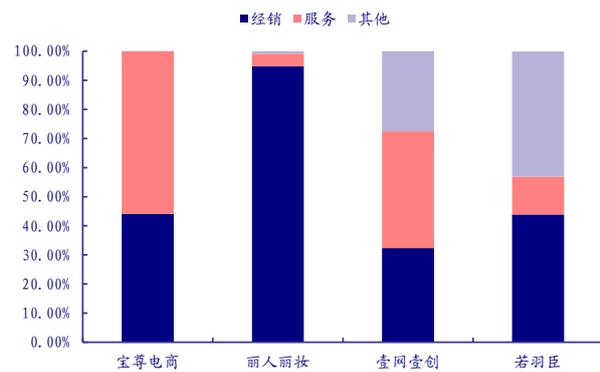
从品牌服务商角度看，有从经销往服务模式转变趋势。目前美妆领域代运营企业主要有丽人丽妆、壹网壹创、若羽臣等公司，分别对应三种代运营业务模式。丽人丽妆 2020 年电商服务经销业务占比为 94.84%，营收 46 亿元，毛利率为 35.9%，净利率为 7.38%；壹网壹创 2020 年经销业务占比 32.36%，服务业务占比 40.14%，营收 13 亿元，毛利率高达 47.83%，净利率为 23.88%；若羽臣 2020 年经销业务占比 43.89%，服务占比 13.06%，渠道分销占比为 36.03%，营收 11.36 亿元，毛利率 34.64%，净利率 7.79%。可以看出 2014 年以来，头部品牌服务商业务模式有从经销往服务模式演变趋势。

图 59：2014 年头部服务商不同业务模式占比 (%)



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 60：2020 年头部服务商不同业务模式占比 (%)



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

2. 品牌电商服务市场前景广阔，头部企业竞争激烈

中国品牌电商服务市场拥有广阔前景。2017 年以来，市场规模不断扩大。2017-2020 增速放缓。2020 年市场规模达 2406.9 亿元，同比增长 14.0%。2020-2022 增速逐步回升。据预测，2021 年品牌电商服务市场规模接近 3000 亿元，2022 年品牌电商服务市场将超过 3600 亿元，增速 24.1%，2017-2022 年均复合增长率 31.1%。

图 61：2017-2022 年中国品牌电商服务市场规模（亿元）

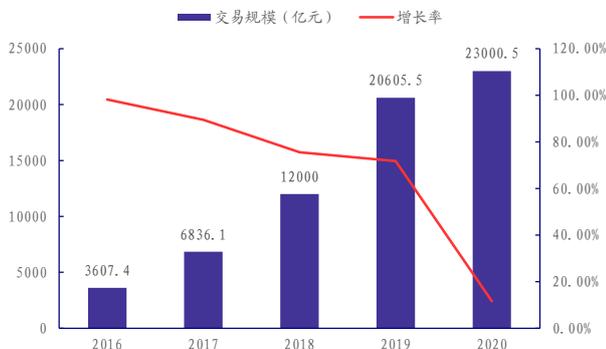


资料来源：艾媒咨询，中国银河证券研究院整理

从需求方面看，“新冠疫情”的爆发长期来看将加速线下品牌拓展线上渠道，也为品牌电商服务商带来更多发展机会。更多细分市场的品牌方加速数字化转型，使服务商在细分市场的需求提升；从品牌源地来看，在中国疫情逐渐得到控制、海外疫情爆发的情况下，中国成为海外品牌重视的市场，而布局线上渠道则需要电商服务商提供全面的服务。品牌电商服务商未来仍有广阔发展空间。

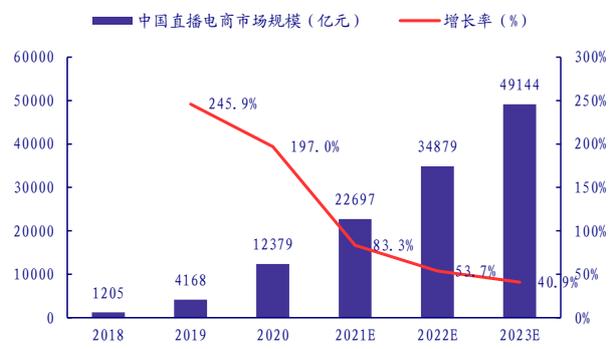
品牌方对新流量运营服务需求提升。以社交电商、直播电商为代表的新业态兴起对品牌方数字化转型服务需求产生巨大影响。新的业态模式与传统电商模式对流量触达和利用差异较大，新业态对品牌方私域流量运营能力要求更高，拥有流量效率、数字化导向的产品创新能力和运营能力的电商服务商将拥有更多市场机会。近年来社交电商和直播电商行业市场规模增长迅速。社交电商从 2019 年至 2020 年增速 66.5%，直播电商由 2019 年 4338 亿元增长至 2020 年的 12379 亿元，增速达 197.0%。预计 2021-2023 年年均复合增速为 58.3%，2023 年直播电商规模将超过 4.9 万亿元。直播电商渗透率逐年上升，直播已经成为电商市场常态化的营销方式和销售渠道，社交电商以小红书、快手、抖音等为代表，通过社交互动、用户自生内容等手段来辅助商品的购买和销售，将生活笔记、短视频与营销结合，拓展其电商领域。直播电商和社交电商平台的火爆向品牌方展示了电商市场的强劲活力，将吸引大量品牌方拓展电商市场。

图 62：2016-2020 中国社交电商行业交易规模（亿元）



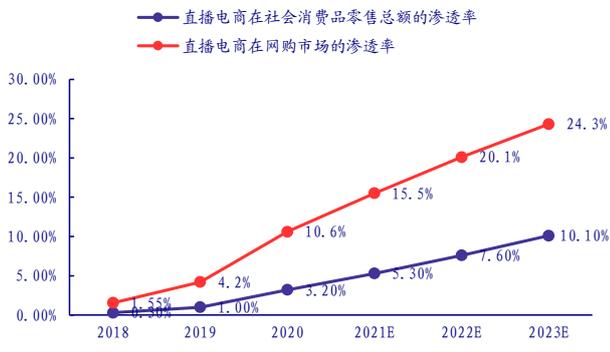
资料来源：前瞻产业研究院，中国银河证券研究院整理

图 63：电商直播市场规模及增长率（%）



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院整理

图 64: 直播电商渗透率 (%)



资料来源: 艾瑞咨询, 中国银河证券研究院整理

从竞争格局看, 电商品牌服务行业马太效应凸显。由于代运营业务存在一定的粘性, 一旦品牌服务商与品牌方确定, 未来将会是存量市场的竞争。盈利高且综合服务能力较强的公司在二级市场受到资本市场认可或被上市公司并购实现资源协同提高效率, 一些规模较小、能力较弱的公司则面临被淘汰和行业洗牌。目前阿里系电商平台仍然占据着电商主要部分, 头部品牌代运营公司均以天猫为主战场, 排名可以一定程度上代表市场头部代运营公司。2022 天猫十大代运营中企业规模以大型为主, 多数上市或曾申请上市, 实力较强。

表 16: 2022 天猫十大代运营排名

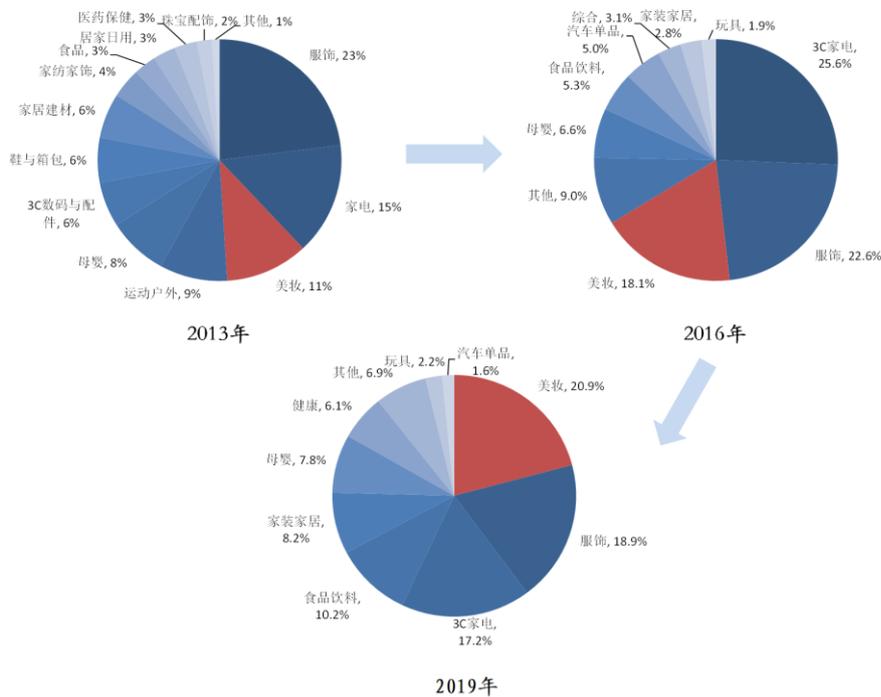
排名	上市时间	成立时间	2021FY 营收规模	代运营商	服务领域	代表品牌
1	2015	2003	93.96 亿元	宝尊电商	注重于品牌效应	Intel, 飞利浦, Nike, Levi's
2	2020	2010	41.55 万元	丽人丽妆	注重化妆品领域	美宝莲, 施华蔻, 兰芝, 雅漾, 雪花秀
3	2019	2012	11.35 亿元	壹网壹创	注重快消品领域	百雀羚, Olay, 伊丽莎白雅顿
4	IPO 终止	2012	—	悠可	注重美妆类的产品	CPB、纪梵希香水 LOCCITANE、Sisley, Valmont
5	否	2014	—	武汉火蝠	注重大快消类目	云米, 绿源, 马应龙, 金龙鱼
6	否	2013	—	上海百秋	注重时尚服装	Sandro、Maje、Pandora
7	IPO 终止	2010	—	上海凯诘	注重食品、母婴等领域	肯德基、亿滋、格力高、皇家
8	IPO 终止	2015	—	杭州碧橙	注重健康类的产品	西门子, 林内, 海昌
9	2022	2009	8.80 亿元	青木科技	注重于箱包、鞋	H&M、Armani、Ecco、Skechers
10	2020	2011	12.88 亿元	若羽臣	注重于母婴品牌	帮宝适、美赞臣、Swisse、妈咪宝贝

资料来源: 天猫 2022 排名, Wind, 企查查, 中国银河证券研究院整理

3. 化妆品交易市场庞大，美妆品牌代运营存在高需求

从行业角度看，美妆行业对品牌电商服务需求位于各行业之首。艾瑞咨询将品牌电商服务定义为替品牌商提供综合电商代运营服务的第三方服务市场；其中涉及到的渠道仅为 B2C 平台上的品牌旗舰店和少量品牌专卖店，以及品牌官网和外卖平台，但不包括 B2C 的自营部分、B2C 平台专营店以及 C2C 平台。美妆行业的份额占比从 2013 年的 11% 提升至 2016 年的 18.1% 再到 2019 年的 20.9%，位居行业第一。

图 65：2013 年至 2019 年品牌电商服务对象的行业变迁情况



资料来源：商务部，艾瑞咨询，中国银河证券研究院整理

未来美妆行业对品牌电商服务的需求仍是最高。目前化妆品交易市场庞大，疫情的影响进一步推动化妆品市场线上渠道增长，也使其成为电商服务需求较高的行业之一。根据艾瑞咨询，美妆行业因为其消费需求呈现个性化特征，且随着目前营销方式的多样化，运营更为复杂，技巧性强，门槛高，使用电商服务较为普遍。占比 50%—60%，服务佣金率行业平均水平为 15%—20%，远高于其他行业，预计未来美妆行业品牌电商服务占比会进一步提高。

表 17：2019 排名前三行业品牌方电商服务需求状况

品类	对电商服务需求比例 (%)	电商服务佣金率行业均值
美妆	50—60%	15—20%
服饰	20—30%	10—15%
家电	10—20%	2—10%

资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院整理

（二）公司核心竞争力：代理品牌数高速扩张，服务模式多维覆盖全面

1. 代运营业务发展迅速，业绩优异表现出色

入行时间短，发展迅速。公司 2016 年代理第一个品牌丽得姿，2017 年与强生集团达成初次合作。2018 年成立水羊国际加速国际品牌线上代运营业务，其前身为御家汇国际品牌事业部，其管理团队与骨干员工由御家汇资深管理者与资深运营人员组成，开放公司多年线上运营经验及资源、为国际品牌提供中国市场的全套解决方案。2019 年，荣获天猫国际“2019 年度欧洲大区招商好伙伴”大奖以及“2019 尊盛亚洲杰出进出口代理商”大奖。2020 年全面承接强生业务，近年来公司与强生的合作逐步进入良性发展轨道，业绩稳步增长。截至 2022H1，公司和伊菲丹、KIKO、LIERAC、Lumene、Hawkins&Brimble、NATASHADENONA 等超 50 个国际品牌达成合作，涉及美妆护肤、个护家清、母婴、医药健康等领域，是天猫五星级服务商。

业绩优异，增速远高于同行和行业平均水平。公司的境外业务收入主要指代运营业务，公司在 2017 年招股书中披露境外采购与销售情况时，说明境外业务主要为采购丽得姿、城野医生产品，并出售给境内消费者。2015-2021 年，境外营业收入从 180.16 万增长至 12.98 亿元，复合增速高达 199.40%。公司 2021 年境外营收增速为 80.83%，处于行业中上部。商务部数据显示，2021 年国内电商服务业营收规模已达 6.4 万亿元，同比增长 17.4%。公司整体增速高于行业增速和同行增速。营收占比不断提升，2015 年仅占总营收的 0.23%，2021 年营收占比上升为 25.90%。目前是公司收入来源的主要业务之一，未来有望持续高速扩张。

图 66：2016—2021 年境内外营业收入拆分（万元）



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 67：可比公司 2015—2021 年营收增速



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

品牌拓展速度高于同行，在较短时间内成长为头部服务商。公司代理品牌数量增速高于同行，得益于本身就是化妆品公司，营销渠道能力强，入行基础好，自 2016 年开始代运营业务，目前“代理+自有”品牌数已经超过 50 个，用更短的时间达到更高数量级。天猫会每半年对服务商在数据运营、店铺运营、数字营销、商品运营、买家运营、供应链能力等六个主要能力维度进行星级认证，据此划分一星-六星服务商，星级越高表示服务能力越强。在 2021 年下半年的评选中，共 1000+服务商参评，13 家六星级，美妆领域的六星服务商有丽人丽妆、乐其电商和悠可三家，34 家五星级，美妆领域有若羽臣、优趣汇、上海水羊国际。公

司从 2020 年起入选五星级服务商，仅用了短短 4 年时间，便跻身头部行列，代运营能力得到行业认可，成长速度惊人，未来潜力巨大。

表 18: 服务商品牌数与业务年限对比

公司	业务发展时间	现有品牌数	涉及领域
水羊股份	6 年	50+	美妆护肤、个护家清、母婴、医药健康
丽人丽妆	15 年	60+	美妆护肤、食品饮料、母婴、服饰箱包
杭州悠可	12 年	50+	美妆护肤
壹网壹创	10 年	30+	美妆个护、家电、潮玩
若羽臣	11 年	100+	母婴、美妆个护、保健品

资料来源：中国银河证券研究院整理

表 19: 2021 年下半年天猫星级服务商

品牌	入行年份	星级	代表品牌
悠可	2012	六星级	雅诗兰黛、倩碧、娇韵诗
丽人丽妆	2007	六星级	相宜本草、美宝莲、梦妆
乐其电商	2007	六星级	皮肤哲理、花王、汤姆福特
若羽臣	2011	五星级	美赞臣、哈罗闪、Skinfood
优趣汇	2010	五星级	高丝、苏菲、尤妮佳、狮王
水羊股份	2016	五星级	强生、露得清、LG 生活健康

资料来源：天猫服务商，中国银河证券研究院整理

2. 与强生集团互惠共赢，合作持续深入

背靠大集团，与强生集团深度绑定。2013 年，强生旗下城野医生第一家专柜在上海开业，但无法打开中国市场，一年后，便惨淡退出中国。2017 年城野医生再次进军中国，从百货专柜转战电商平台，牵手天猫美妆开辟营销新渠道，依旧不乐观，年初时的单月销量只有 100 万元。2017 年 2 月，水羊代运营城野医生电商渠道，受益于水羊的团队、资源和经验，在 3 个月的时间内，城野医生营业额增长了 1500%，全网销售额全网销售额突破 1500 万元，2017 年城野医生天猫国际海外旗舰店销售额同比增长 886%，成功打造爆款产品橘子水，2018 年全年销售额同比增长 117%，天猫国际美妆品牌旗舰店排名第四，是首个除双十一外单日销售额突破千万的海外美妆品牌。

图 68: 2011 年—2018 年城野医生百度搜索热度



资料来源：百度指数，中国银河证券研究院整理

由于城野医生的巨大成功，2017年8月，强生全球消费品主席 Jorge Mesquita 专程前往水羊考察。有了“城野”速度的先例，双方仅用3个月时间就完成了又一品牌的合作。2018年4月，强生集团旗下轻奢洗发水品牌 OGX 正式上线渠道登陆中国，水羊成为其线上独家代理。该次合作强生而言意义重大，OGX 是其第一个大众洗护产品首次进军中国大陆市场。彼时，其他几家日化巨头已建立了较完善的洗护产品线。如联合利华旗下的多芬和 Suave，欧莱雅有同名洗护系列和卡诗等，汉高有施华蔻，水羊的强势代理快速填补了集团在该领域的空白。2019年，公司与强生集团的合作愈加紧密，开始全面承接强生业务，陆续接手了强生旗下大部分品牌。新增其旗下的护臀膏品牌爱呵、专业口腔护理品牌李施德林、母婴品牌强生婴儿、平价品牌大宝、美国婴儿护肤品牌艾维诺、护肤品露得清、美国健康品品牌 ZARBEES 等。2020年新增邦迪、身体护理品牌露比黎登、专业皮肤修护品牌比亚芬等，2021年代理美国专业生发品牌培健，2022年已全面承接强生消费品在中国的电商业务，城野医生的线上全渠道的代理业务均由公司承接；截至2022年Q3已代理强生旗下17个品牌，全面涵盖强生美妆、医药健康、母婴、个护整个消费品板块，与强生集团深度绑定。

图 69：公司与强生旗下部分品牌合作历程图

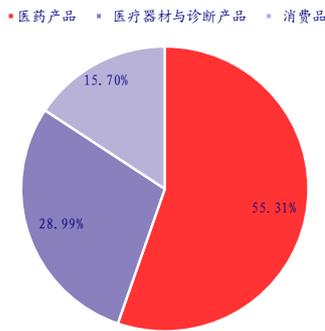


资料来源：公司官网，中国银河证券整理

成为强生集团强大助力，未来合作将进一步加深。虽然都是背靠大集团，公司与丽人丽妆、壹网壹创等老牌头部代运营公司有所不同。这两个头部美妆代运营商是与集团旗下的强势品牌绑定，如壹网壹创与百雀羚合作，对该品牌依赖度高。（2015 营收占比 82.3%，2019 年仍达到 50%），丽人丽妆与欧莱雅集团下的兰蔻、巴黎欧莱雅、美宝莲品牌绑定（2017、2018 三品牌营收占比合计为 37.38%、29.06%），这种对强势品牌存在依赖的合作方式存在一定风险。相比之下，公司与强生集团的合作是对集团整个消费品业务的承接，不限于个别品牌，不存在强势品牌依赖现象。且强生是全球第一的制药企业，其业务板块包括医药产品、医药器材与诊断产品、消费品，2021 年消费品只占其总营收的 15.61%。根据强生集团历年财报，增长主要由制药业务拉动，相对于强生在医药健康业务上的强势，消费品板块的发展颇为不顺，水羊运营的强大助力，对于其消费品在中国市场的发展意义重大。据强生公司 2021 年底计划宣布，公司将分拆旗下的消费品业务为一家全新的上市公司“Kenvue”。新健康消费品公司的组织架构设计预计于 2022 年底完成，新成立的健康消费品公司将成为全球领先的健康消费品企业，拥有强大的品牌组合——包括 4 个价值 10 亿美元的超级品牌和 20 个价值

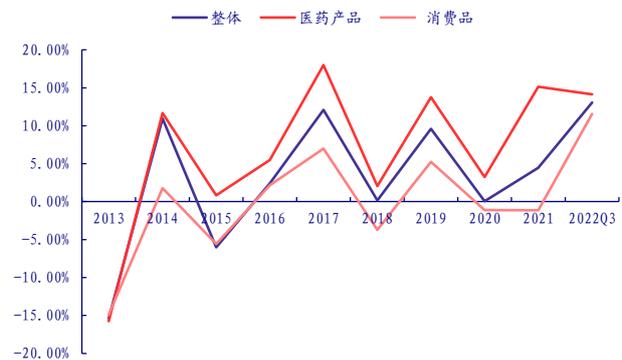
超过 1.5 亿美元的品牌——并且在个人健康护理（非处方药）、健康护肤和基础护理（包括婴儿护理、女性护理、伤口护理和口腔健康）领域享有领导者地位。与水羊的合作将进一步为强生消费品业务助力。依托于世界一流的创新能力和强生消费品新品将为水羊带来新的代理业务。同时强生对消费品的重视将有利于与水羊的进一步深度合作。

图 70: 强生公司 2022Q3 业务板块占比 (%)



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院整理

图 71: 强生各板块业务营收增速 (%)



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院整理

2017 年以来, 在水羊团队运作下, 强生消费品全线品牌知名度和业绩不断提升。与公司合作时间最长的城野医生, 继成功打造“橘子水”后, 又打爆“城野医生美白精华”“美白淡斑面霜”等单品, 明星单品美白淡斑精华完成新型社交电商、新媒体渠道的布局, 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 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; 其他陆续接手的品牌也在快速放量, 百年专业漱口水产品李施德林连续 7 年稳居漱口水产品类目 TOP1, 线上份额逐步提升。露得清维生素 A 醇位居天猫 A 醇销量 TOP1, 2022 年 618 期间大单品 A 醇晚霜蝉联天猫国际乳液面霜 TOP1; 国民经典品牌大宝, SOD 蜜卡位天猫乳液面霜 TOP1, 美白防晒、新品维生素 E 乳等销量稳步增长; 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%, 荣获年度京东小魔方新品奖。强生方面表示, 自 2015 年以来, 强生消费品中国的线上销售额已经增长了 7 倍, 到今年, 线上销售额已经占据总销售额的一半以上, 且仍在高速增长, 2021 年线上业务增速高达 45%。2022 年前三季度健康消费品营收增速迅速提升至 11.55%, 接近整体增速 13.07%, 充分体现了水羊代运营的實力。水羊股份目前已经是强生消费品在中国市场不可或缺的合作伙伴, 与强生联手也为水羊提供了强大的增长动力, 双方互惠共赢。预计未来公司与强生的合作将持续稳定, 进一步加深。

3. 海外优质品牌合作稳定, 布局中高端市场

除了与强生集团深度绑定, 多代理海外小众优质品牌。合作稳定, 话语权强, 可享受品牌成长红利。大品牌由于自身影响力较强、自带客户和粉丝, 销售目标的达成有良好基础, 服务商提供的增量服务价值有限, 因此在谈判中服务商往往处于劣势地位, 一般毛利率偏低。如主要服务雅诗兰黛、倩碧、SK2 等国际知名化妆品品牌的杭州悠可毛利率低于同业。相比之下, 公司入行较晚, 头部美妆品牌被瓜分, 多代理利基国际品牌, 公司根据中国美妆市场的趋势和不同特色的品牌基因, 建立清晰有效的品牌定位, 使其展现独特性。而品牌也对服务商有依赖性, 二者合作更为稳定。公司合作的海外市场小众品牌, 体量规模不大, 出

现部分品牌合作终止所造成的业绩波动，能迅速修复。

图 72: 公司代理品牌

类别	部分品牌
强生集团	李施德林、强生婴儿、大宝、OGX、爱呵、艾维诺、露比黎登、ZARBEES、比亚芬、露得清、城野医生、强生美肌、培健、娇爽、ob、可伶可俐、强生邦迪
其他代理品牌	丽得姿（韩国上市面膜品牌）、奥尔滨（日本高端百货护肤品）、Evidens（全球首个敏感肌抗衰品牌）、KIKO（意大利时尚彩妆品牌）、LUMENE（芬兰国民护肤品牌）、Lierac（全球首个祛妊娠纹品牌）、Natasha Denano（美国前卫彩妆品牌）、Zelens（英国实验室抗衰品牌）、LG生活、Celllex-C（药妆）、美斯蒂克（西班牙皮肤管理院线产品）、Lord&Berry（意大利小众彩妆）、Memo paris（法国小众香水）、Revita Lash（美国睫毛增长液）、3ina（西班牙平价彩妆）、Bandi Sands（澳大利亚美黑防晒品牌）、Labeau（西班牙小众香水）、Signlift（日本术后修复医美品牌）、布朗杜（韩国小众护肤品牌）、蕊莱宝（日本小众护肤品牌）、AYUNA（西班牙高奢护肤品牌）、Jo Loves（英国小众香水）、XER JOFF（意大利国际高奢香水）、葆昂斯、Isana（德国日用洗护品牌）、Hawkins Brimble（英国男士理容品牌）、Penaten（美国知名母婴品牌）、ARKO（土耳其国民身体护理品牌）、Activex（土耳其抗酋领先品牌）Amouage（阿拉伯高奢香水）

资料来源：公司官网，中国银河证券整理

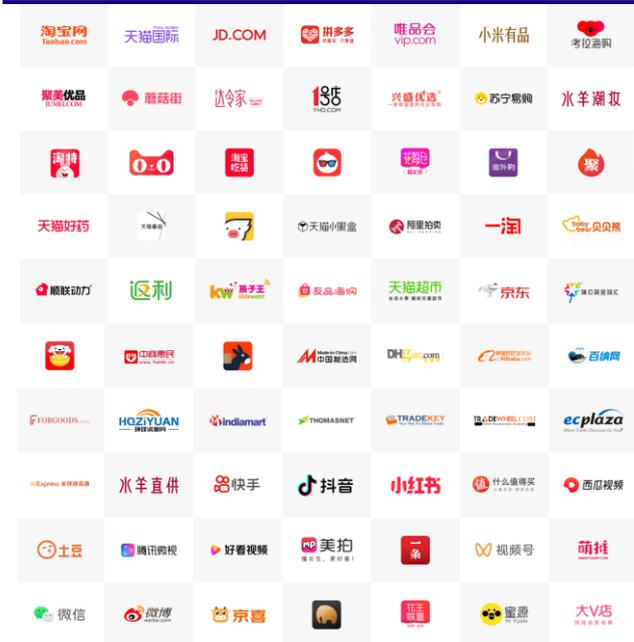
布局中高端市场，拓展海外版图。跨境品牌逐步覆盖从轻奢到平价的美妆护肤全品类。

2021 年公司引入国际著名药妆品牌 Celllex-C，代理西班牙专业皮肤管理院线品牌美斯蒂克 mesoestetic，为全球 93 个国家地区的高端美容机构、皮肤科医生提供院线级产品。公司为其明星产品亮白饮广受好评，通过大单品策略和抖音闭环打造，上半年中国区品牌营收同比增长超 1300%；**拓展其他轻奢品类**，代理被誉为全世界最贵的顶级香水品牌 AMOUAGE，法国轻奢沙龙香水 MEMO paris 等；此外，**公司通过投资与控股，构建国际化高端品牌矩阵**，迈出国际化发展关键一步。公司于 2022 年 7 月将原有代理品牌法国高奢抗衰品牌 EDB 收购，并完成了对法国轻奢品牌 PierAuge 的投资及中国业务的收购，丰富品牌矩阵，同时补充公司在自主高端品牌的空缺，也将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，迈出国际化发展的关键步伐。未来公司将持续推进双业务驱动的战略，以国际化团队提升产品创新能力和推动多元化品牌体系的塑造，促进公司可持续发展。

4. CP 模式全面服务，打造品牌黏性

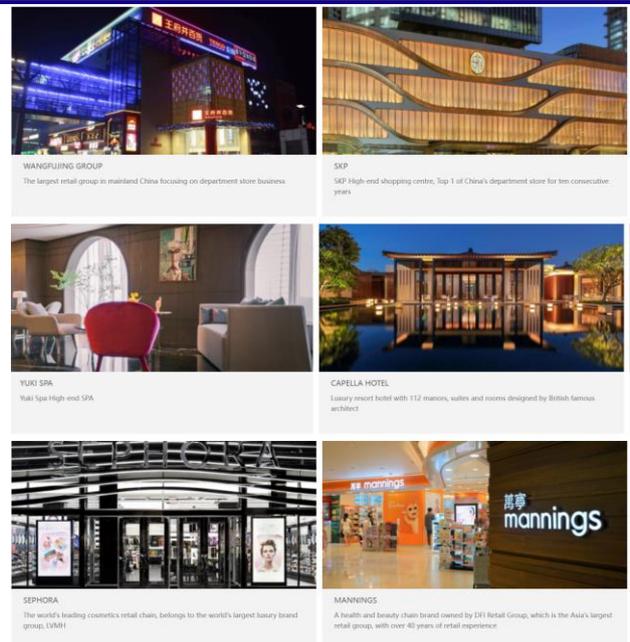
公司代理业务独立开放平台水羊国际在业务模式上颇有独到之处——其并非传统的“TP（T-mall Partner）、DP（Dou yin Partner）”等代运营服务，而是一种具备全域服务能力的“全球美妆 CP 模式”（China Partner+Couple）。**公司代理业务采取的 CP 模式，是全要素、全渠道的整体服务方案，代理品牌与公司之间的黏性比较强。**这种模式通过水羊国际在中国市场的全域服务能力以及深度孵化品牌能力，为进入中国市场的海外美妆品牌提供品牌、产品等多维度赋能，在市场、销售、渠道等维度提供一揽子解决方案，助力海外品牌在中国市场实现从 0 到 1，建立小众和独特的品牌形象。多品牌、多品类、全渠道的业务模式能够在集团内形成更好的聚合、协同优势，公司跟品牌之间的合作是良性的，且目前在品牌选择上有更强的议价能力，在品牌运营上具备更强的品牌孵化和溢价能力，在代运营市场具有优势。

图 73: 部分线上渠道服务



资料来源: 水羊国际, 中国银河证券研究院整理

图 74: 部分线下渠道服务



资料来源: 水羊国际, 中国银河证券研究院整理

此外, 公司将代理品牌集合, 线上线下同步拓展。水羊国际高端美妆集合店品牌“水羊堂”于 2022 年 10 月 1 日在长沙落地首家概念店, 销售旗下经营及代理的跨境美妆品牌。线上, 天猫国际水羊堂海外旗舰店将同步开业。线下逛遍全球高端小众美妆, 线上在天猫国际一键下单, 大大提升了跨境美妆的消费体验。水羊堂的落地, 丰富了水羊国际“全球美妆 CP 模式”的线下零售渠道, 有助于品牌形象的建立, 品牌高端产品和高端服务的输出, 从而打造和积淀品牌力。

图 75: 水羊堂

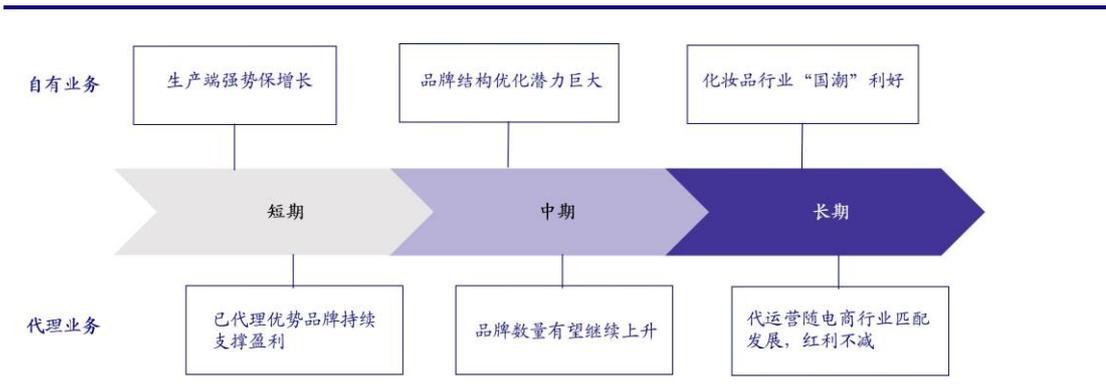


资料来源: 公司官网, 中国银河证券整理

四、发展驱动因素：自有品牌转型升级契合市场趋势，代理品牌业务放量助力规模扩张

从时间跨度来看，公司的发展驱动因素可分为短期，中期和长期三个阶段，每个阶段对应两部分业务，即自有品牌业务与代理业务的发展驱动因素，具体分析如下。

图 76：发展驱动因素



资料来源：中国银河证券整理

（一）短期：自有业务生产端强势保增长，已代理优势品牌不断享受细分赛道红利

1. “水羊智造”上线，自有品牌生产端提供支持

自有品牌端，生产端强势保增长。根据我们之前的分析，2022年“水羊智造”的上线，将为公司生产力提供有利保障。今年八月，水羊智造基地一期正式投产。在产品方面，水羊智造打造产品金字塔，涵盖水乳、膏霜、面膜等全品类，据估计，项目建成后预计年均面膜产能35亿片、水乳膏霜产能1亿瓶，最高年产能可达20亿元。据了解，水羊智造已经形成了完备的定制化系统，包含了从研发、采购、制造、物流、仓储、财务等11个系统，全链路智能化体系支撑定制开发，定向为专属用户提供个性化护肤解决方案。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，年产值近40亿元。

图 77: 水羊智造生产线



资料来源: 湖南日报, 中国银河证券整理

加之主品牌御泥坊全新国风形象的成功打造、新锐品牌的升级定位和公司渠道端的强势布局, 将有效支撑产品竞争力。且根据我们之前对护肤品行业以及公司竞争力的分析, 国货化妆品崛起, Z 世代群体消费潜力巨大, 公司作为本土美妆行业佼佼者, 无论是面膜产品还是其他品类都具有一定优势。预计未来公司自有品牌业务会持续扩张, 支撑公司业绩不断增长。

2. 已有代理品牌业务放量, 行业潜力空间值得期待

代理业务端, 已有代理品牌增长潜力大, 有效支撑公司盈利能力。背靠强生, 代理旗下李施德林、强生婴儿、城野医生等强势品牌, 未来有望进一步放量。《2021 年京东口腔行业趋势洞察白皮书》表明, 随着近年来消费升级, 年轻的 Z 世代更愿意尝试新的产品和品牌, 口腔护理需求更加细分, 口喷、漱口水等精细化口腔护理品类增长势头明显, 全民口腔护理意识提升、口腔护理进入“精养时代”。据欧睿数据库显示, 自 2015 年以来, 我国漱口水市场整体规模快速提升, 2016—2021 年 GAGR 为 39.1%, 远高于口腔护理行业同期复合增速 9%, 以及细分领域牙刷 (13.6%)、牙膏 (4.6%)、牙线 (5.2%)、牙齿美白 (17.0%) 等, 2021 年为口腔护理中表现最好的细分类别, 零售销售额达 25.04 亿元, 增长率高达 65.1%。随着人们口腔护理意识的进一步提高, 预计 2026 年漱口水市场规模可达 64.88 亿元, 较 2021 年增长 159.1%, 是口腔护理行业增长最迅速的细分领域。

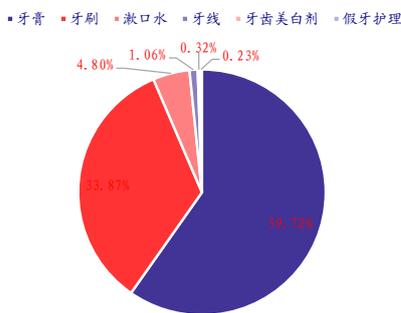
图 78: 我国漱口水市场规模 (亿元) 及其增速 (%)



资料来源: 欧睿, 中国银河证券整理

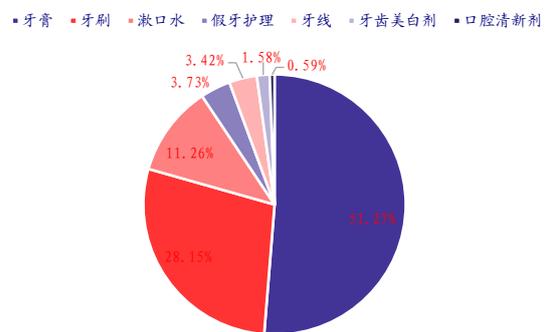
2021 年中国漱口水在口腔护理市场规模中占比仅为 4.80%，远低于世界 11.26% 的水平。欧美等发达国家对这一品类接受程度更高，西欧为 13.46%，美国高达 18.93%。该差距也意味着国内漱口水市场规模增速和空间的巨大。随着对口腔护理需求的意识增强，中国消费者逐渐采用漱口水为代表的外周口腔护理产品，市场空间有望进一步扩张。

图 79: 中国口腔护理市场构成占比 (%)



资料来源: 欧睿, 中国银河证券研究院整理

图 80: 世界口腔护理市场构成占比 (%)



资料来源: 欧睿, 中国银河证券研究院整理

公司目前代理的李施德林是美国第一专业口腔护理品牌，以消毒之父 Joseph Lister 命名，拥有 125 年的历史。其漱口水自从 1914 年正式投放零售市场以来，已发展成为一款成熟产品，在医学临床上的表现十分优异，是第一个被美国牙医学会认可的非处方品牌漱口水，并获得了其它包括加拿大、澳大利亚、香港、爱尔兰等多个牙医学会的专业认证。欧睿数据库显示，2017—2020 年，李施德林始终稳定占据我国漱口水市场三分之一的市场份额，以绝对压倒性优势超过其他所有品牌。公司自 2019 年开始代理李施德林，此后李施德林在中国市场的规模增长迅速。根据星图 2022 销售数据分析，洗护清洁类目中国货产品较少，以国际产品为主导。李施德林在中国市场规模快速增长，凭借“行业红利+强大产品力+水羊营销优势”，预计未来该品牌能为公司带来更大的盈利。

表 20: 漱口水品牌中国市场份额 (%)

品牌	所属公司	运营机构	2017	2018	2019	2020
李施德林	强生	水羊	37.9	35.8	33.9	31.1
皓乐齿	日本 Sunstar 集团	优趣汇	7	9.3	10.9	11.4
黑人	好来化工	壹网壹创	6.6	5.5	6.5	6.4
高露洁贝齿	棕榄公司	北京一商	4.9	5.1	4.2	5.3
佳洁士	宝洁	北京一商	5.7	5	4.6	4.0
康齿家	日本 Sunstar 集团	优趣汇	2.4	2.1	1.9	1.6
威露士	威莱集团	一田贸易	3.1	2.5	2.1	1.6
黑妹	美晨集团	广州金柚子	1.7	1.3	1	0.8
丽齿健	安利	无	1.6	1.1	0.8	0.6
澳多-C	广州拜奇	无	0.2	0.2	0.1	0.1
其他			28.9	32.2	33.9	37.2
共计			100	100	100	100

数据来源: 欧睿, 中国银河证券研究院整理

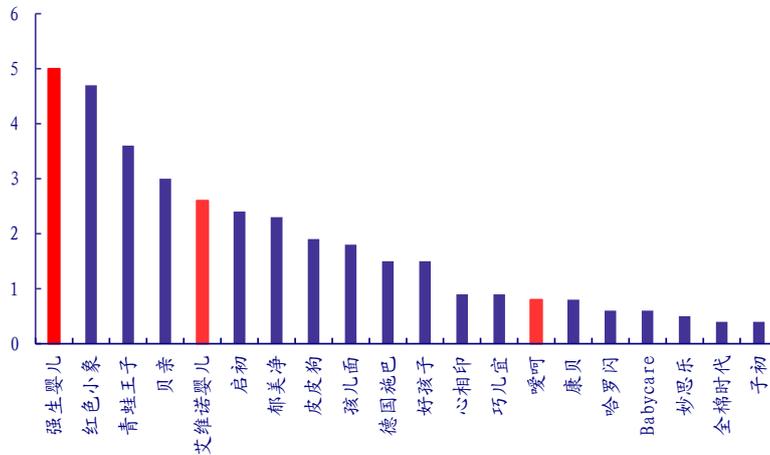
图 81: 李施德林中国市场规模及增速 (%)



资料来源: 欧睿, 中国银河证券研究院整理

婴儿与儿童专用品行业包括婴童洗护发用品、护肤品、防晒产品、洗漱用品、婴儿湿巾、医药用品、尿不湿等细分领域。强生是全球第一的婴童专用品公司, 2021 占世界婴童专用品市场的 12.3%, 第二位仅 5.1%。品牌包括强生婴儿、艾维诺、专业护臀膏爱呵等, 欧睿数据显示, 2016—2021 年, 强生公司在我国婴儿与儿童专业用品市场中的份额始终位居第一, 分别为 10.6%、9.2%、7.8%、6.6%、5.8%、5.0%, 领先于份额第二的红色小象 (1.5%、2.7%、3.8%、3.4%、4.5%、4.7%)。目前强生婴儿、艾维诺、爱呵均为水羊股份代理, 均在中国婴儿护理市场中占有一席之地。2021 年中旬, 中共中央政治局审议通过《关于优化生育政策促进人口长期均衡发展的决定》。“三胎”政策放开以及未来配套政策落地完善, 有望带来新生儿数量增加, 将提振母婴消费品的市场需求, 预测强生婴儿在中国市场的强势表现能给公司带来可观的业绩增长。

图 82：2021 年中国婴童专用品市场份额前 20 品牌 (%)



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院整理

公司有专门的团队在海外发掘目标品牌并洽谈合作，在引入品牌时，不仅引入在本地有一定知名度和在国内有一定受众基础的品牌，还布局高端市场完善品牌矩阵，很多品牌增长空间较大。公司近年来进军香氛市场，代理多个海外小众高端香水品牌。以独特的视觉效果向消费者传递品牌的气质与产品概念。个性而独特的小众品牌通过自身的气质与视觉体系搭建出独特的品牌语言，目光投向年轻又精致的年轻世代，未来增长潜力巨大。

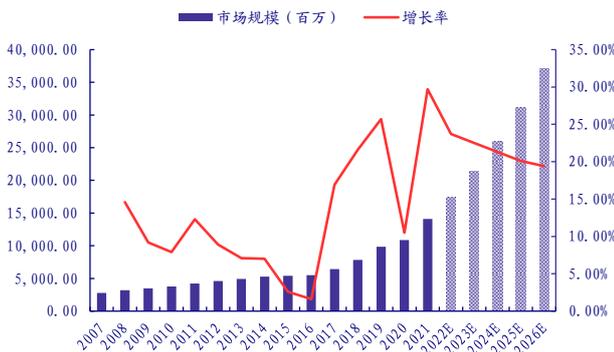
表 21：公司代理的部分香氛品牌

品牌	品牌定位	产品	香水价格区间
	祖马珑被雅诗兰黛收购后，Jo Malone 女士创立的沙龙香品牌，灵感来自 Jo 的回忆和她所爱的生活时刻。	创新的香氛、沐浴、身体护理和蜡烛系列	 £115/100ml
	通过创建独特的嗅觉世界地图，重新绘制了一个充满情感的敏感世界的地图。品牌理念“旅程就是目的地”	香水、香薰蜡烛、手部和身体护理系列、旅行饰品	 \$2260/100ml
	来自阿曼苏丹国的高级香水，成立于 1983 年。誉为“国王的礼物”	香水、香薰蜡烛、沐浴和身体护理系列	 \$360-\$500 /100ml

资料来源：品牌官网，中国银河证券研究院整理

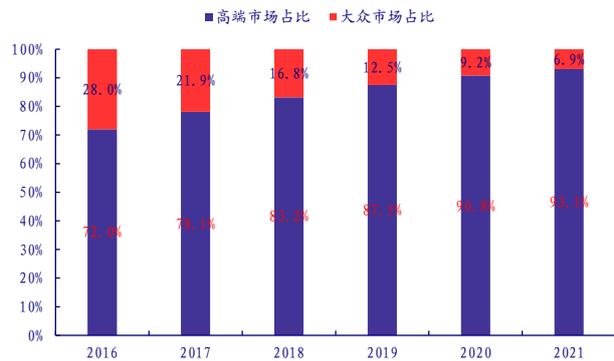
我国现代香氛市场起步较晚，2016年后，随着中产阶级人口逐渐增多，香氛产品作为能够衬托出生活品质的产品，香氛市场销售量呈现爆发式上涨，成为了化妆品领域增速最快的细分行业。与此同时，在个性化的当下，气味个性化成为了消费者展现自我的一种表达方式，对香氛的需求也逐渐增多，2021年我国香氛市场规模达到了14.1亿元。预计未来五年复合增长率高达20.8%。细分而言，高端香氛市场占比不断提升，2016-2021复合增长率27%。公司代理品牌属于国际高端香水品牌，背靠中国极具潜力的香氛市场，其未来发展前景广阔。

图 83：2007—2026E 年香氛市场规模及增长率



资料来源：欧睿，中国银河证券研究院整理

图 84：中国香氛市场高端市场与大众市场对比



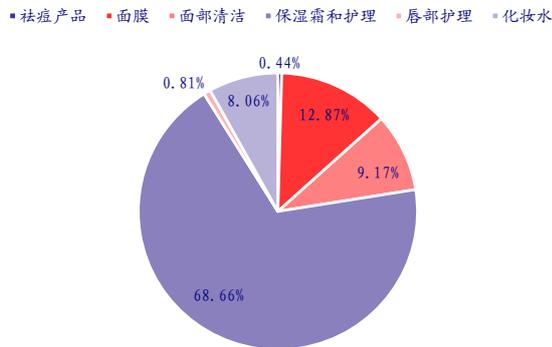
资料来源：欧睿，中国银河证券研究院整理

（二）中期：自有品牌结构优化潜力巨大，代理品牌数量有望继续上升

1. 品类结构持续优化，水乳膏霜将提供更大增长

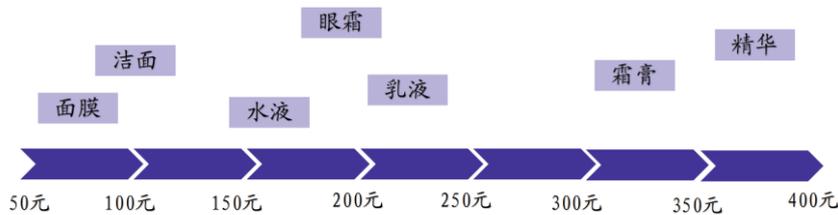
自有业务端，自有品牌品类结构持续优化，公司转型成功，水乳膏霜将提供更大增长。据我们之前的分析，公司自2018年起开始调整自有品牌端品类结构，加强对非面膜品类的培养，目前水乳膏霜产品逐渐丰富，且价位端也有进一步抬升，且仍在高速增长中。我们认为，与面膜相比，水乳膏霜品类拥有更高的附加值，且市场更大，从单一面膜品类向水乳膏霜品类拓展，能给公司带来更大的增长空间。根据Euromonitor，2021年国内护肤品水乳膏霜占比远高于面膜品类。且2021年水乳膏霜增速11.6%，高于面膜4.8%。预计未来五年复合增速水乳膏霜为9.9%，面膜增速仅为1.9%。品类对比来看，公司继续开拓水乳膏霜产品，市场空间巨大。阿里《化妆品年度报告》数据显示，面膜品类热销单价最低，位于50—100元价格带，水乳品类热销单价位于200—360元，霜膏品类价格区间高达300—360元，面膜品类有使用频率较高、单价低、消耗快，试错成本低的特点，但同时也有客户粘性低、用户对品牌的单一度差的问题。而水乳膏霜使用周期长，具有单价高、高附加值的特点，客户粘性相对更高，发展水乳膏霜产品对于品牌长期发展和增加客户粘性具有重要意义。故我们认为，长期公司转型成功，利好公司长期发展。

图 85: 2021 年不同品类护肤品占比 (%)



资料来源: 欧睿, 中国银河证券研究院整理

图 86: 不同品类化妆品价位 (元)



资料来源: 阿里平台数据《化妆品年度报告》, 中国银河证券研究院整理

2. 潜在大量客户对象可挖掘, 代理品牌有望持续扩张

代理业务端, 未来代理品牌数量将持续扩张, 带动公司盈利规模持续上升。将代理业务对标电商代运营行业龙头宝尊电商、壹网壹创等发展路径, 公司已越过单一品牌深度绑定阶段 (2017-2022 公司与强生完成深度合作), 当前转向品牌激增阶段, 主要通过拓品类、拓渠道实现增长。预计未来 3-5 年仍处于此阶段, 代理品牌数量有望达到 100+。

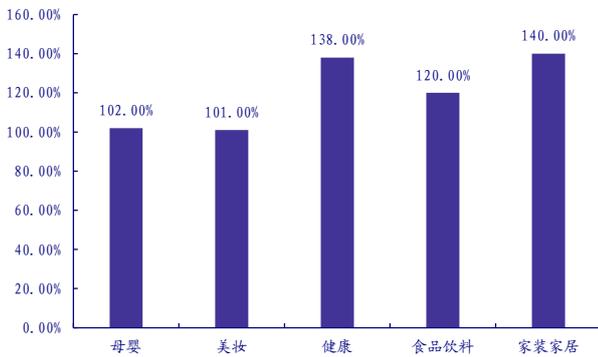
图 87: 代运营商发展路径



资料来源: 中国银河证券研究院整理

公司占据优势领域，可进一步发力。公司目前涉及美妆护肤、个护家清、母婴、医药健康等多个领域，据艾瑞咨询，2016—2019年，美妆、母婴、健康等行业选择代运营品牌数量增速远超其他行业，均超过100%。根据易观智库《中国快消品电商发展研究报告》显示，我国快消品整体市场规模约1.8万亿至2万亿，线上销售市场规模具有很大提升空间。其中，2022年预计美妆品牌代运营市场在美妆电商中的渗透率高达38.2%，虽国际头部美妆品牌已被瓜分，但大量中部品牌尚未进入电商渠道，中部品牌自主经营规模效应小、运营效率低，有望成为服务商争夺重点。公司现有覆盖品类拓品牌空间巨大，带动代运营业务进一步高速增长。

图 88：2016—2019 年代运营品牌数增长较快的行业



资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院整理

图 89：中国美妆电商品牌服务市场交易规模及渗透率



资料来源：悠可招股说明书，中国银河证券研究院整理

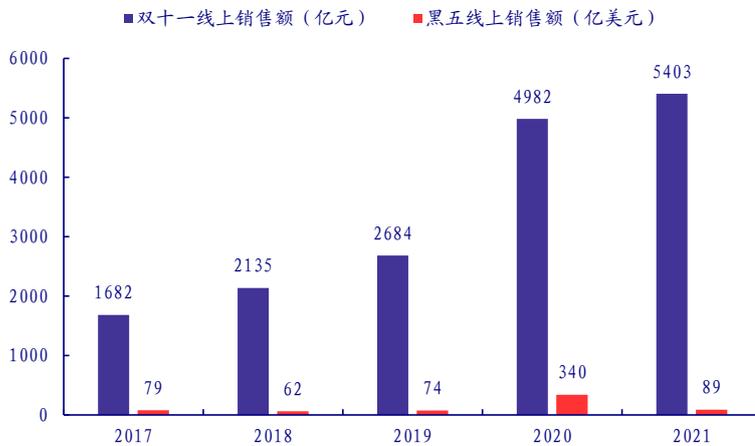
公司可挖掘的潜在客户对象第一类是国际品牌，第二类是国产新兴品牌。其中国际品牌近年来看中自身在中国市场中的发展，希望可以享受到14亿人口基数所带来的庞大市场需求。但一方面对国内消费者缺乏了解，另一方面随着多元化的电商渠道在中国零售消费市场中高度普及，双十一等大促成为消费的核心时点，使得诸多只拥有官网商城运营经验、仅经历过销售额规模相对极小的“黑五”的海外品牌难以适应。因此国外品牌更需要代运营公司的帮助以更快的打通中国电商渠道，根据艾瑞咨询调查统计，目前国际品牌对于代运营服务的需求程度高达80-90%，远高于国内品牌，需求十分旺盛。以婴童专用品行业为例，目前世界份额排名10-20的法国妙思乐、拜耳、妮维雅婴儿（德国拜耳斯道夫）、Mama&bebe、baby dove、cussons、amazon elements等婴童专用产品品牌均未通过代理模式进军中国市场。且婴童专用品行业头部效应低，世界排名前20的品牌占比不足35%，还有大量的海内外品牌有走入中国大众视野的潜力。

表 22：国际品牌与国产品牌对于代运营公司的需求情况

	国际品牌	国产品牌
需求程度	80%-90%	20%-30%
品牌特点	对中国市场和消费者需求了解不够深刻； 对于中国高速发展的电商模式不够适应； 需要借助专业知识快速打通中国电商渠道； 注重品牌的长期发展，对于运营服务质量高，与服务商的合作关系稳定	更多的选择自建电商团队； 或是受到成本限制难以承担代运营的服务费用

资料来源：艾瑞咨询，中国银河证券研究院整理

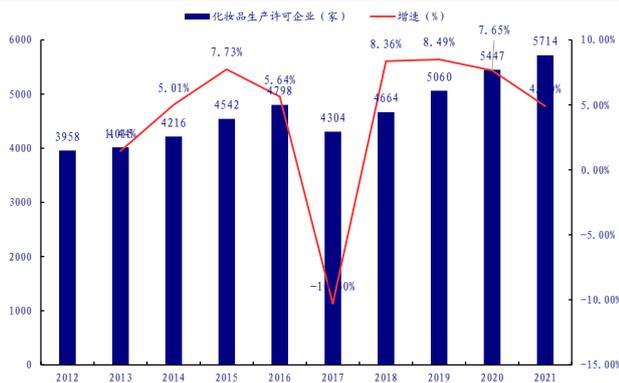
图 90: 中国双十一全网销售额 (亿元) 与海外黑五线上电商销售额 (亿元) 对比



资料来源: 青眼, 中国银河证券研究院整理

本土行业扩张也为代运营行业提供更多的国产品牌客户资源。如我国化妆品生产许可企业数量在 2021 年达到 5714 家, 根据需求量 20%-30% 计算, 国内品牌有 1000+ 可合作品牌空间。排除 2016-2017 年期间因为政策变更, 国家要求“两证合一”, 化妆品生成企业需在 2016 年期间将原持有的《全国工业产品生产许可证》和《化妆品生产企业卫生许可证》替换成为新版的《化妆品生产许可证》, 否则会在 2017 年 1 月 1 日开始失去经营许可的一次性事件影响, 我国的化妆品生产许可企业数量维持稳定的加速增长趋势, 若该增长趋势在未来得以延续, 则将代运营公司提供更多适合合作代理的品牌。我们认为, 公司未来代理品牌数增量可观, 是公司中长期发展的潜力点之一。

图 91: 化妆品生产许可企业数量变化情况



资料来源: 国家食品药品监管局, 中国银河证券研究院整理

(三) 长期: 化妆品行业“国潮”利好, 代运营随电商行业匹配发展红利不减

1. 化妆品行业增长稳定, 国潮支持国货化妆品关注度提升

化妆品行业指美容及个人护理品, 包括护肤品、护发产品、口腔护理品类、沐浴用品、

彩妆、男士护理用品、婴幼儿与儿童专用产品、香水、防晒用品、止汗香体、脱毛产品、大众护肤品、高端护肤品、威望护肤品等，护肤品是化妆品行业中规模最大的子行业，2021年市场规模为2938.06亿元，占比51.67%。2021年，国内化妆品市场规模为5686.05亿，持续增长，虽受疫情影响，增速仍为9%。护肤品在2021年延续了健康的增长势头，增速达8.8%，这得益于消费者对皮肤健康的日益关注和敏感皮肤问题发生率的上升。据Euromonitor数据，未来5年化妆品行业年增速均能达到7.5%以上，前景较好。

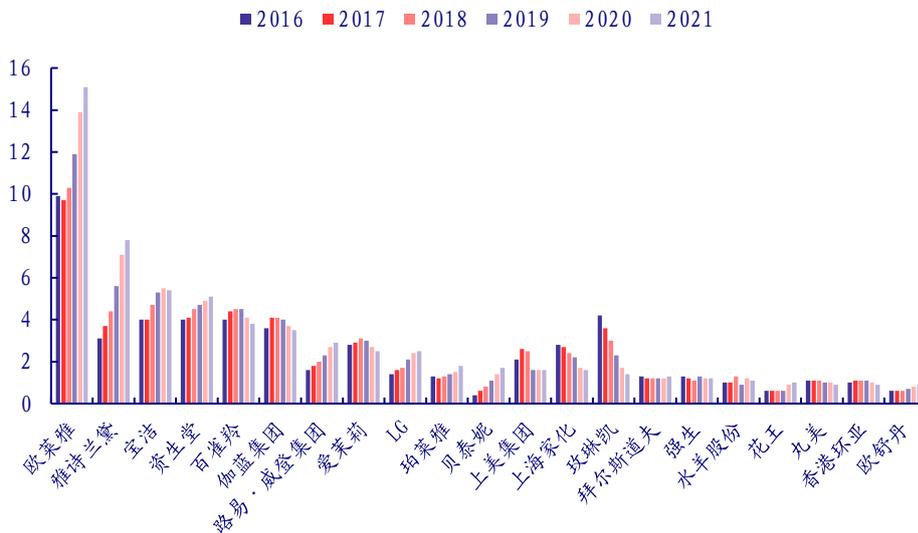
图 92: 化妆品行业市场规模 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: 欧睿, 中国银河证券研究院整理

一直以来,我国化妆品市场以国际品牌为主导,头部效应越发明显,国际品牌在我国化妆品市场的市占率不断提升,相比之下,国产化妆品企业虽在护肤品市场中占据一席之地,但仍有较大提升空间。

图 93: 2016 年—2021 年中国护肤品市场前 20 公司市场份额 (%)



资料来源: 百度指数, 中国银河证券整理

在国际国内企业日趋白热化的竞争中,消费升级、国潮兴起等多重因素将推动本土化妆品品牌市占率提升。近十年来,“国潮”为主题词的搜索热度上涨了528%,而2021年国货的品牌市场关注度为洋货的3倍。从百度指数看,网民搜索“国货”的指数近年来在均值240以上,2021年两次登上新闻头条,成为2021年度消费热词,体现了国潮在消费者中的热度。另

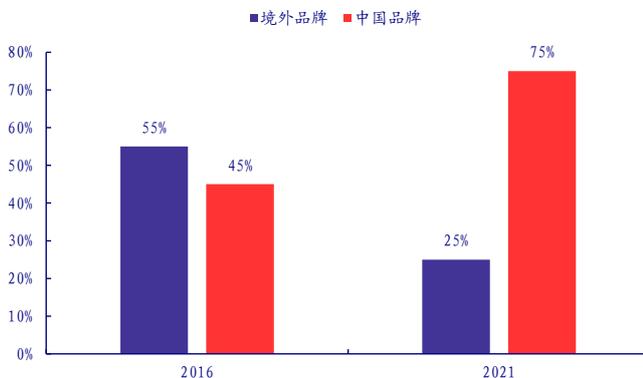
据《2021 百度国潮骄傲大数据》，2021 年中国品牌关注度占比达到 75%，相比 2016 年占比 45%增长 30%，其中 90 后、00 后对“国货”关注度最高，占比达到 74.4%，90 后、00 后是当前消费主力，也是未来的消费风向标，故我们认为，国人对国货的认可将是未来的消费大趋势，不断向好。此外艾瑞咨询也显示，2021 年中国消费者倾向于购买国内传统品牌和新兴品牌的消费者占比均达 40%以上，且另有 34.3%的消费者对国内外品牌无明显偏好，更注重品牌是否适合自己。《2022 年国潮品牌发展蓝皮书——“国潮”崛起正当时》显示，国潮品牌认可度提升，美妆品类国货热度上升 45%。预计随着消费者对国产品牌的喜爱感逐步上升，国人文化自信不断增强，国潮国货不断崛起，也将推动化妆品行业中国产品牌市占率的整体提升，公司自有业务将乘行业红利，前景广阔。

图 94：2017 年至 2022 年国货百度指数



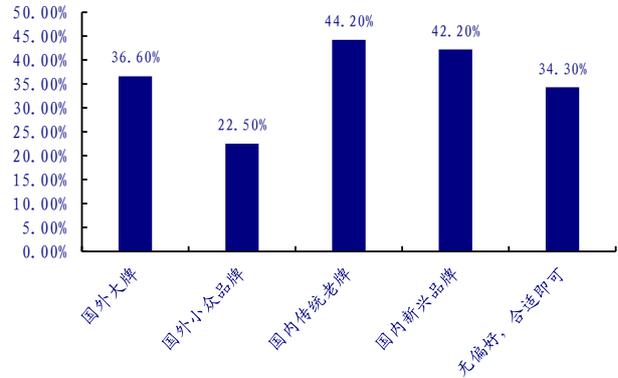
资料来源：百度指数，中国银河证券整理

图 95：2016 年与 2021 年国牌 VS 外牌关注度 (%)



资料来源：百度 2021 国潮骄傲搜索大数据

图 96：2021 中国消费者品牌偏好

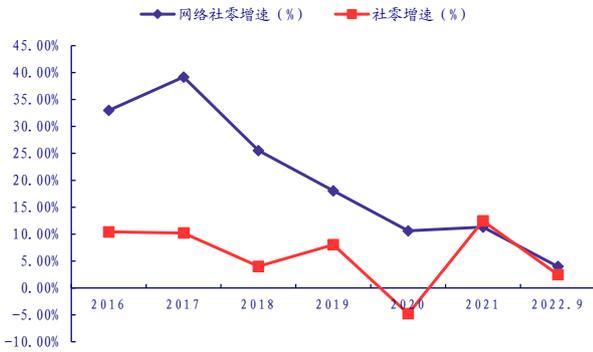


资料来源：百度 2021 国货骄傲搜索大数据

2. 电商行业持续扩张，B2C 模式使代运营业务前景广阔

代理业务端，电商代运营行业是电商行业的衍生服务业，电商行业持续向上扩张将有效带动电商代运营行业的发展。根据互联网络信息中心 (CNNIC) 发布的第 50 次《中国互联网络发展状况统计报告》显示，截至 2022H1，我国互联网普及率为 74.4%，网络购物用户规模达到 8.41 亿，网购用户规模占整体网民的 80.0%。疫情下，线上购物习惯进一步渗透，预计未来网购群体将继续扩大，为网络购物奠定群众基础。2016—2022H1，网络零售增速除 2021 年外始终高于同期社零总额增速，且网络社零占社零总额比重也在不断上升。我们认为当前线上渠道的零售额增速明显跑赢线下渠道，随着社消总额的持续增长以及线上购物的逐步普及，未来网络社零占社零总额比重将进一步提升，未来电商行业的整体规模存在继续上涨的空间。

图 97: 2016—2022.9 网络社零与社零增速 (%)



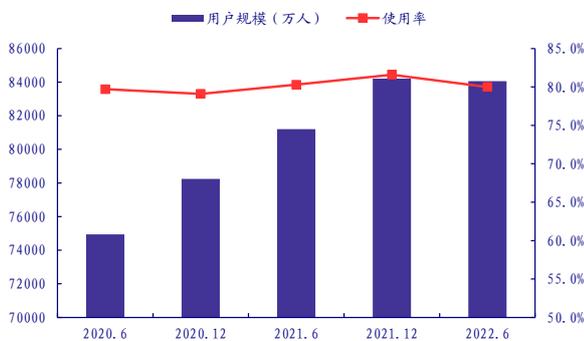
资料来源: Wind, 统计局, 中国银河证券研究院整理

图 98: 网络社零占社零总额比重 (%)



资料来源: 统计局, 中国银河证券研究院整理

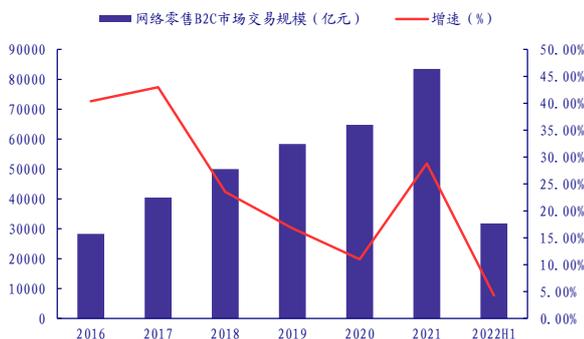
图 99: 网络购物用户规模 (万人) 及使用率 (%)



资料来源: CNNIC, 中国银河证券研究院整理

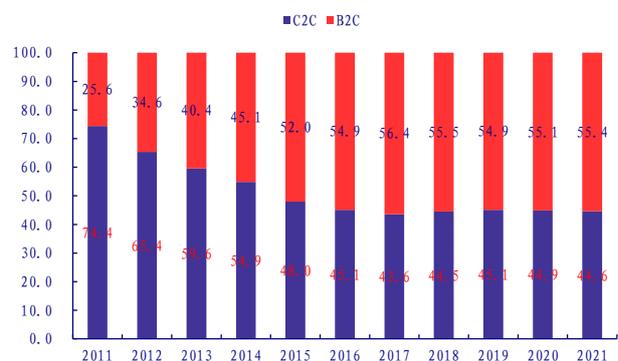
B2C 模式将成为网络销售的原动力。根据艾瑞咨询和商务部《2022 年上半年中国网络零售市场发展报告》，B2C 在互联网零售市场中的份额持续攀升，在 2015 年首次超过 C2C，至 2022 年 H1 达到 78.6%。2022H1，我国网络零售 B2C 市场交易规模达到了 4.95 万亿元，同比增长 4.3%。未来 B2C 市场交易规模和结构占比与 C2C 模式的差距会进一步拉大，B2C 模式未来是网络销售主流，而且会进一步扩大。

图 100: 网络零售 B2C 市场交易规模 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: 易观分析, 中国银河证券研究院整理

图 101: 中国网络零售市场结构组成 (%)



资料来源: 艾瑞咨询, 中国银河证券研究院整理

B2C 成为网络销售主体，线上销售竞争激烈，品牌方需要专业性强的代运营商为其线上销售保驾护航。特别是双十一此类重要的促销节点、网络购物节扮演的角色愈发重要。2022 年上半年，商务部连续第二年举办“全国网上年货节”，连续第四年举办“双拼网购节”，叠加五

一小长假和“618”电商平台促消费活动等，带动消费市场回暖。其中，“年货节、双品节”的网络销售额在当月全国网络零售额中占比达50%左右，对网络零售带动明显。2021年双十一的全网销售额占比全年的网上零售额比重已经可以达到2.2%，仅淘宝天猫平台一家份额占比亦可达到1.2%，实现翻倍的提升。随着618、818、双十一、双十二等大促在电商渠道中的地位逐步提升，品牌商需要把握对应的机会进行针对性营销，以实现销售额的提振和品牌形象的树立，这样高强度、高压、需要及时市场反应的线上营销也更需要代运营公司这样的专业机构从中协调，帮助品牌商更有效的吸引更多的消费者，实现经营目标。行业大趋势下，公司将以其卓越的代运营实力，把握机遇，强势崛起。

五、公司投资价值分析与预测

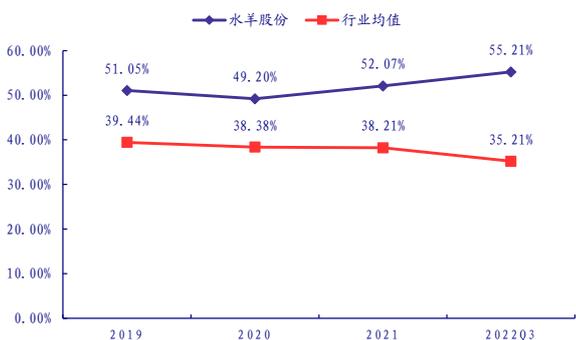
2021年公司归属于上市公司股东净利润2.15亿元，同比增长58.31%，2014-2021年公司扣非归母净利润CAGR为24.64%。EPS每股0.62元，加权ROE为14.78%，同比提升4.41pct。2019年以后净利润快速稳定增长，净利润率总体呈上升趋势，综合毛利润率水平高于行业均值，未来产品盈利能力提升空间较大。

图 102: 水羊股份扣非归母净利润及同比增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

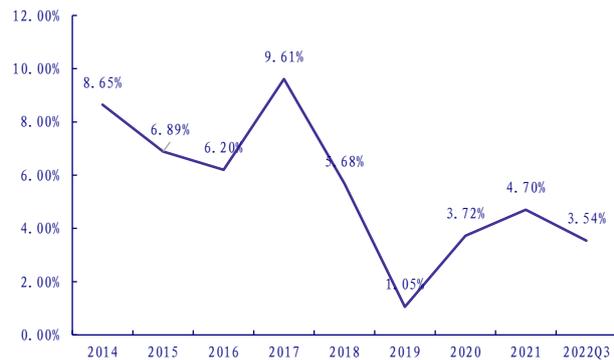
图 104: 水羊股份毛利率同行对比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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

图 103: 水羊股份历年净利率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

块拓展上，通过在中国市场的全域服务能力以及深度孵化品牌和溢价的能力，积极与海外国际品牌开展合作，开拓了海外品牌代理业务，为进入中国市场的海外美妆品牌提供资本、品牌、产品等多维度的赋能，并在市场、销售、渠道等维度提供一揽子解决方案，助力海外美妆品牌触达中国核心消费者，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。

关键假设与预测

我们认为公司一方面在自有品牌和代理业务、优势渠道（线上渠道）上均保持持续增长，另一方面大力推动“研发赋能产品，数字赋能组织”的双科技赋能，“以自主品牌为核心，以自有品牌与代理品牌双业务驱动”，以及“内部平台生态化，外部生态平台化”的双平台生态的发展战略。以消费者需求为导向，品牌不断升级与新品上市增速亮眼，丰富的产品矩阵作为当前公司营收规模增长与盈利水平抬升的主要动力；组织平台化为公司生态化增长提供保障，实现最大化资源共享，提高生产经营效率；爆款电视剧、综艺和代言人的整合营销扩大品牌知名度；坚实的科研创新能力成就品牌质量保障。结合公司现有的股权激励计划考核目标，我们预测公司 2022/2023/2024 年将分别实现营收 58.96/74.66/93.21 亿元，净利润 2.79/4.02/5.40 亿元，对应 PS 为 0.91/0.72/0.58 倍，对应 EPS 为 0.72/1.03/1.39 元/股，PE 为 19/13/10 倍。

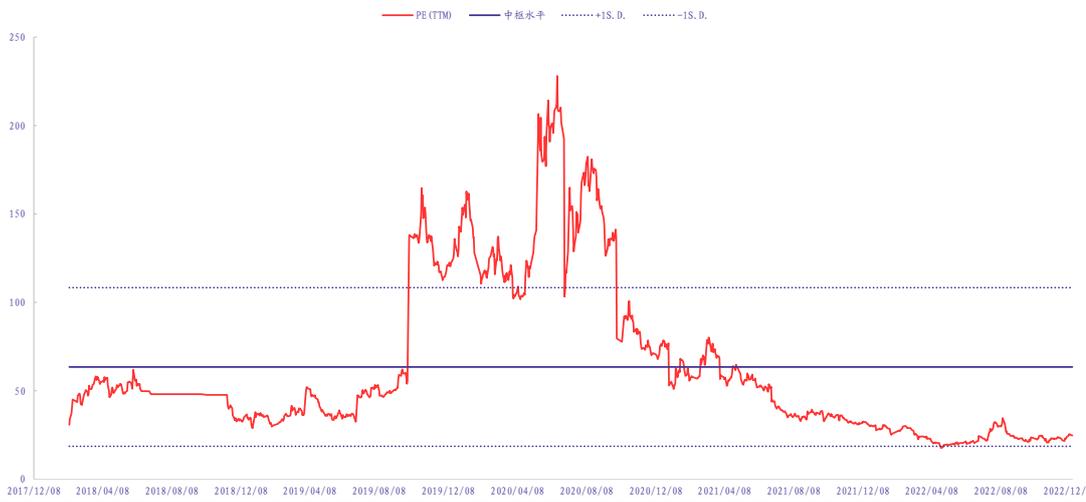
表 23: 盈利预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(单位: 百万元)	3,715.04	5,010.12	5,895.52	7,466.43	9,320.50
增长率	54.02%	34.86%	17.67%	26.65%	24.83%
归属母公司股东净利润(单位: 百万元)	140.27	236.42	278.89	402.43	539.77
增长率	415.28%	68.54%	17.96%	44.30%	34.13%
EPS(元/股)	0.37	0.62	0.72	1.03	1.39
销售毛利率	49.20%	52.07%	53.74%	54.91%	55.58%
净资产收益率(ROE)	10.37%	14.78%	15.35%	18.82%	21.00%
市盈率(P/E)	81	30	19	13	10
市净率(P/B)	5.76	4.28	2.95	2.51	2.08
市销率(P/S)	2.34	1.39	0.91	0.72	0.58

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 12 月 19 日收盘价)

我们与公司历史表现对比，可以发现公司 2018 年 2 月上市至今 PE(TTM) 中枢水平为 63X，在 18-228X 的范围内波动，2022 年年内的估值中枢约为 25X；由于公司主要业务主要为化妆品生产销售与电商代运营两部分，因此分别选取化妆品行业内的相关公司以及电商代运营行业相关公司进行横向对比，由于公司近年来主营面膜业务，与化妆品行业中其他标的公司相比处于低估值水平。考虑到公司在营销、渠道、产品、研发、品牌等多维角度体现出的竞争优势与增长潜力，我们给予 30-40X 的预期，结合 2022 年的业绩来看，公司估值或可达到 84-112 亿元。

图 105: 公司上市 (2018.2.8) 至今 PB (TTM) 变化趋势



资料来源: Wind, 中国银河证券整理

表 24: 化妆品行业可比公司最新估值情况

	境内可比公司					均值	中位数
	华熙生物	贝泰妮	珀莱雅	上海家化	丸美股份		
PE	82	73	71	37	50	63	71
PB	11.38	14.88	15.88	2.83	3.42	9.68	11.38
PS	12.61	15.64	8.65	2.71	6.10	9.14	8.65
	境外可比公司					均值	中位数
	雅诗兰黛	欧莱雅	宝洁公司	联合利华	资生堂		
PE	27	66	21	18	-220	-18	21
PB	14.80	8.07	6.59	6.45	5.28	8.24	6.59
PS	5.02	8.36	3.76	2.10	2.79	4.41	3.76

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 25: 电商代运营行业可比公司最新估值情况

	可比公司					均值	中位数
	壹网壹创	丽人丽妆	若羽臣	青木股份	宝尊电商		
PE	20	22	-1,089	20	-3	-206	20
PB	2.25	1.74	1.57	1.68	—	1.81	1.71
PS	4.67	1.19	1.35	2.75	—	2.49	2.05

资料来源: Wind, 中国银河证券整理

六、风险提示

电商行业规模发展不及预期的风险, 美妆行业规模发展不及预期的风险, 公司代理品牌情况不及预期的风险。

插图目录

图 1 : 水羊股份发展历程图	4
图 2 : 水羊股份营业收入 (亿元) 及同比增速 (%)	6
图 3 : 水羊股份归母净利 (亿元) 及同比增速 (%)	6
图 4 : 水羊股份股权结构图	6
图 5 : 股权激励目标完成情况	9
图 6 : 水羊股份主营业务营收构成情况	10
图 7 : 水羊股份主营业务行业分布	10
图 8 : 水羊股份主营业务营收构成情况	11
图 9 : 水羊股份主营业务分品类增速情况 (%)	11
图 10 : 水羊股份毛利率与净利率 (%)	12
图 11 : 水羊股份不同品类毛利率 (%)	12
图 12 : 水羊股份存货和应收账款周转情况	12
图 13 : 水羊股份存货构成 (万元)	12
图 14 : 2008-2026E 化妆品市场规模 (亿元) 及增速 (%)	13
图 15 : 2016-2023E 中国本土化妆品市场规模 (亿元)	14
图 16 : 2012-2021 年排在前 20 的本土美妆公司市占率变化 (%)	14
图 17 : 我国护肤品大众市场与高端市场对比 (%)	14
图 18 : 我国高端美妆市场前 20 中本土公司市占率变化 (%)	14
图 19 : 我国高端美妆市场前 20 品牌市占率变化 (%)	15
图 20 : 我国本土美妆大众市场与高端市场对比 (%)	15
图 21 : 2007-2022E 中国护肤品市场 (亿元) 及增速 (%)	16
图 22 : 2021 年美妆行业用户画像	17
图 23 : 各品牌营收占比 (%)	18
图 24 : 化妆品价格带划分 (%)	18
图 25 : 2014—2022H1 非贴片式面膜营收 (亿) 及增速 (%)	20
图 26 : 2014—2022H1 非贴式面膜营收占比 (%)	20
图 27 : 泥浆面膜更新换代历程	23
图 28 : 御泥坊氨基酸泥浆面膜	23
图 29 : 400 倍显微镜下普通高岭土与伊利水云母形态	23
图 30 : 2021 年国风文化关注人群分布 (TGI)	24
图 31 : 国潮美妆产品购买渠道	24
图 32 : 御泥坊天猫旗舰店唐宫形象	24
图 33 : 御泥坊春江花月夜系列	24
图 34 : 御泥坊微 800 玻尿酸原液次抛精华	27
图 35 : 大水滴 3 点祛痘精华	27
图 36 : 产品品类营收占比 (%)	27
图 37 : 营收渠道拆分占比 (%)	28
图 38 : 2017—2021 各公司线上营收占比对比图	28
图 39 : 水羊股份线上占比与护肤品行业线上占比对比 (%)	28

图 40 : 线上渠道拆分及增速 (%)	29
图 41 : 销售收入占比 10%以上的平台营收情况 (淘系平台)	29
图 42 : 与中国航天事业合作	31
图 43 : 盛唐体	31
图 44 : 《那年花开月正圆》广告植入	31
图 45 : 《扶摇》广告植入	31
图 46 : 2017 年至 2022 年御泥坊百度指数	32
图 47 : 可比公司销售费用率情况 (%)	33
图 48 : 研发团队规模 (人)	34
图 49 : 研发人员年龄构成	34
图 50 : 研发支出 (万元) 及占营收比例 (%)	35
图 51 : 研发费用率对比 (%)	35
图 52 : 研发支出增速对比 (%)	35
图 53 : 研发支出对比 (亿元)	35
图 54 : 公司生产成本占比 (%)	36
图 55 : 水羊智能制造基地图	36
图 56 : 品牌服务商生态图	36
图 57 : 电商代运营行业发展经历三个阶段	37
图 58 : 电商代运营行业规模变化情况 (亿元)	37
图 59 : 2014 年头部服务商不同业务模式占比 (%)	39
图 60 : 2020 年头部服务商不同业务模式占比 (%)	39
图 61 : 2017-2022 年中国品牌电商服务市场规模 (亿元)	40
图 62 : 2016-2020 中国社交电商行业交易规模 (亿元)	40
图 63 : 电商直播市场规模及增长率 (%)	40
图 64 : 直播电商渗透率 (%)	41
图 65 : 2013 年至 2019 年品牌电商服务对象的行业变迁情况	42
图 66 : 2016—2021 年境内外营业收入拆分 (万元)	43
图 67 : 可比公司 2015—2021 年营收增速	43
图 68 : 2011 年—2018 年城野医生百度搜索热度	44
图 69 : 公司与强生旗下部分品牌合作历程图	45
图 70 : 强生公司 2022Q3 业务板块占比 (%)	46
图 71 : 强生各板块业务营收增速 (%)	46
图 72 : 公司代理品牌	47
图 73 : 部分线上渠道服务	48
图 74 : 部分线下渠道服务	48
图 75 : 水羊堂	48
图 76 : 发展驱动因素	49
图 77 : 水羊智造生产线	50
图 78 : 我国漱口水市场规模 (亿元) 及其增速 (%)	51
图 79 : 中国口腔护理市场构成占比 (%)	51
图 80 : 世界口腔护理市场构成占比 (%)	51

图 81 : 李施德林中国市场规模及增速 (%)	52
图 82 : 2021 年中国婴童专用品市场份额前 20 品牌 (%)	53
图 83 : 2007—2026E 年香氛市场规模及增长率	54
图 84 : 中国香氛市场高端市场与大众市场对比	54
图 85 : 2021 年不同品类护肤品占比 (%)	55
图 86 : 不同品类化妆品价位 (元)	55
图 87 : 代运营商发展路径	55
图 88 : 2016—2019 年代运营品牌数增长较快的行业	56
图 89 : 中国美妆电商品牌服务市场交易规模及渗透率	56
图 90 : 中国双十一全网销售额 (亿元) 与海外黑五线上电商销售额 (亿元) 对比	57
图 91 : 化妆品生产许可企业数量变化情况	57
图 92 : 化妆品行业市场规模 (亿元) 及增速 (%)	58
图 93 : 2016 年—2021 年中国护肤品市场前 20 公司市场份额 (%)	58
图 94 : 2017 年至 2022 年国货百度指数	59
图 95 : 2016 年与 2021 年国牌 VS 外牌关注度 (%)	59
图 96 : 2021 中国消费者品牌偏好	59
图 97 : 2016—2022.9 网络社零与社零增速 (%)	60
图 98 : 网络社零占社零总额比重 (%)	60
图 99 : 网络购物用户规模 (万人) 及使用率 (%)	60
图 100 : 网络零售 B2C 市场交易规模 (亿) 及增速 (%)	60
图 101 : 中国网络零售市场结构组成 (%)	60
图 102 : 水羊股份扣非归母净利润及同比增速 (%)	61
图 103 : 水羊股份历年净利率 (%)	61
图 104 : 水羊股份毛利率同行对比 (%)	61
图 105 : 公司上市 (2018.2.8) 至今 PE (TTM) 变化趋势	63

表格目录

表 1 : 主要子公司营收及净利占比 (%) 变化	7
表 2 : 水羊股份管理团队履历背景	8
表 3 : 水羊股份 2019 股权激励情况	8
表 4 : 水羊股份 2021 股权激励情况	9
表 5 : 2015—2019 年御泥坊面膜市占率及排名	11
表 6 : 研发环节对比分析	16
表 7 : 水羊股份旗下品牌	18
表 8 : 2021 十大品牌面膜榜	19
表 9 : 国产涂抹式面膜品牌对比	20
表 10 : 新锐品牌升级情况	25
表 11 : 各品牌贴片式面膜产品对比	26



表 12 : 御泥坊非面膜产品梳理	26
表 13 : 部分植入的热播电视剧、网剧和综艺	30
表 14 : 经销与服务模式对比	38
表 15 : 头部美妆品牌代运营模式概况	38
表 16 : 2022 天猫十大代运营商排名	41
表 17 : 2019 排名前三行业品牌方电商服务需求状况	42
表 18 : 服务商品品牌数与业务年限对比	44
表 19 : 2021 年下半年天猫星级服务商	44
表 20 : 漱口水品牌中国市场份额 (%)	52
表 21 : 公司代理的部分香氛品牌	53
表 22 : 国际品牌与国产品牌对于代运营公司的需求情况	56
表 23 : 盈利预测	62
表 24 : 化妆品行业可比公司最新估值情况	63
表 25 : 电商代运营行业可比公司最新估值情况	63

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）向其客户提供。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。

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资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。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分，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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

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：苏一耘 0755-83479312 suyiyun-yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru-yj@chinastock.com.cn

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