

## 短期经营调整业绩承压，期待多元化自主品牌矩阵驱动长期规模发展

### 核心观点：

#### ● 事件

2022年年度公司实现营业收入47.22亿元，同比下滑5.74%；实现归属母公司净利润1.25亿元，同比减少47.22%；实现归属母公司扣非净利润0.97亿元，同比下滑55.05%。经营现金流量净额为0.18亿元，同比下滑91.12%。

2023年一季度公司实现营业收入10.46亿元，同比增长0.05%；实现归属母公司净利润0.52亿元，同比增长25.38%；实现归属母公司扣非净利润0.37亿元，同比增长10.97%。经营现金流量净额为0.59亿元，同比增长142.49%。

#### ● 水乳霜膏品类增速亮眼，面膜品类表现承压，自营比重上升

按产品拆分，水乳霜膏营收占比进一步上升，达到74.37%，是现有披露口径下唯一增长的产品品类，为公司营收同比增加的主要来源。贴式面膜则由于国内目前技术难度较低，市场较为成熟，产品竞争激烈，阶段性消费需求大幅下降对其影响更为显著，营收规模负增长。非贴式面膜处于消费增长的布局初期，营收规模负增长，但公司收购伊菲丹后，该品类有望呈现变局。报告期内，公司延续此前制定战略，专注自主品牌集中升级焕新，基于品牌的核心品类资产进行延伸，于422品牌日推出“春江花月夜”品牌产品体系，匹配御泥坊“多元新唐风”视觉体系，构建自有品牌全新形象。此外，代理品牌方面，公司与强生的合作逐步进入良性发展轨道，城野医生、露得清、李施德林、KIKO等品牌发展向好，均于618期间，在天猫平台成为TOP单品。公司还完成了对法国敏感肌院线品牌PierAugé的投资，品牌深耕精致宝妈以及资深中产圈，通过精准KOL、KOC合作以及SKP、IFS等高端百货布局，敏感肌修护心智得到进一步传递，双11期间品牌单品融雪面膜取得淘系进口涂抹面膜品类排名TOP1；此外，城野先生、露得清、大宝、李施德林、Roganine等品牌双11销量均位与通品类榜单前列乃至榜首。同时，公司于2022年7月，正式收购此前代理的法国高奢抗衰品牌EDB90.05%的股权，通过聚焦品牌心智的进一步塑造、产品梯队建设及市场活动宣传，以及在高端百货、高端酒店SPA渠道的布局，品牌会员进一步渗透中国高端人群，成为SKP-S高端护肤线TOP2品牌。此外，公司完成了对法国轻奢品牌PierAuge的投资及中国业务的收购，补充公司在自主高端品牌空缺的同时加强海外研发及供应链能力，提升公司海外高端渠道的拓展能力。

按渠道拆分，2022年主营增长的渠道来源于自有平台，公司于报告期内持续进行私域流量运营，通过自有小程序“水羊潮妆”，增加获客能力，增加会员用户管理，为会员提供更全面、更个性化的系统服务；另一方面，拓展分销渠道“水羊直供”，发力ToB业务。第三方平台营收下滑1.66亿元，其中淘系平台下滑3.97亿元，第

## 水羊股份(300740.SZ)

推荐 维持评级

### 分析师

甄唯萱

✉: zhenweixuan-yj@chinastock.com.cn

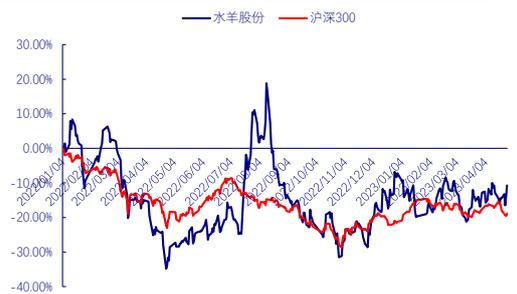
☎: (8610) 80927651

分析师登记编码: S0130520050002

### 市场数据 2023.04.27

A股收盘价(元)	14.54
A股一年内最高价(元)	20.02
A股一年内最低价(元)	10.47
沪深300	3988.42
市盈率	27.12
总股本(万股)	38938.36
实际流通A股(万股)	35598.36
限售的流通A股(万股)	3340.00
流通A股市值(亿元)	51.76

### 行业数据时间 2023.04.27



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 相关研究

【银河消费品零售】水羊股份2022H1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

三方平台营收下滑的主要原因是疫情下消费者消费意愿的下滑，而护肤品作为享受资料消费，受外部环境的影响更大。随着流量价格逐渐走高，公司及时布局新型电商渠道，对单一渠道依赖度逐渐下降。报告期内，一方面，抖音投放呈现梯队矩阵化，合作尹可以、张檬等多位头部 KOL 以及 KOC 达人，并于哔哩哔哩、小红书平台深度合作达人。另一方面，持续巩固主流电商渠道合作关系，唯品会、京东等渠道优势品类面膜排名行业前三。

**销售模式拆分来看**，2022 年自营模式为公司主要销售渠道，营收占比达 66.38%，私域运营持续发力。公司自有小程序水羊潮妆 2021-2022H1 新增会员数超 1300 万；B 端合作平台水羊直供新入驻合作分销商超 7000 家，协同多品牌实现全方位的增长；新增大水滴等品牌的微信、支付宝品牌官方商城，注册用户数持续增长。

**按季度拆分**，公司第一季度处于相对淡季，第二、第三季度营收会出现环比改善，第四季度由于存在“双十一”等电商购物节，是公司年内营收最高的季度，营收往往可以达到第一季度两倍的水准，占全年营收比重超 40%。2022 年第一季度较去年同期实现稳步增长，第二季度营收小幅下滑 11.22%，与往期相比，二季度环比一季度的表现与公司传统的淡旺季规律出现异动，其主要原因系 4-5 月上海疫情封锁，使生产、供应链及物流受到较大制约。第三季度营收小幅下降，与疫情下消费者对收入预期较为悲观，消费意愿下滑有关。第四季度本为公司销售旺季，期间更有“双十一”等电商购物节，但受到疫情蔓延的影响，国内生产消费与快递运输等活动普遍受到影响，公司该季度营收同比下降 3.18 亿元。2023Q1 初期仍存在冲击较大的因素，后续逐步好转，国内逐渐实现复工复产，消费者消费意愿得到提振，公司营收 10.46 亿元，与 22Q1 基本持平。

表 1: 2022 年年度营业收入情况

营收情况	营业收入 (亿元)	营收增量 (亿元)	营收增速	营收占比	营收增量占比
<b>总营业收入（日化行业）</b>	47.22	-2.88	-5.74%	100.00%	100.00%
<b>按产类划分</b>					
水乳膏霜	35.12	2.74	8.45%	74.37%	-95.12%
面膜	9.05	-5.16	-36.32%	19.17%	179.42%
品牌管理服务	2.74	-0.56	-16.97%	5.80%	19.46%
其他	0.31	0.11	53.68%	0.66%	-3.76%
<b>按渠道划分</b>					
自有平台（自营）	3.54	0.17	5.00%	7.50%	-5.86%
第三方平台（自营、经销、代销）	39.13	-1.66	-4.07%	82.87%	57.70%
淘系（自营、经销、代销）	19.04	-3.97	-17.27%	40.32%	138.10%
<b>按销售模式划分</b>					
自营	31.35	-0.04	-0.12%	66.38%	1.26%
代销	4.01	-2.20	-35.47%	8.48%	76.52%
经销	8.90	-0.15	-1.66%	18.85%	5.23%
其他	2.97	-0.49	-14.14%	6.28%	16.99%
<b>按地区划分</b>					
境内	33.83	-3.29	-8.87%	71.64%	114.50%
境外	13.39	0.42	3.22%	28.36%	-14.50%
<b>按季度划分</b>					
第一季度	10.46	2.28	27.96%	22.14%	-79.40%
第二季度	11.56	-1.46	-11.22%	24.48%	50.77%
第三季度	11.41	-0.52	-4.38%	24.16%	18.19%

第四季度	13.80	-3.18	-18.72%	29.22%	110.44%
------	-------	-------	---------	--------	---------

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

**表 2：2022 年年度公司利润情况**

利润情况	现值	增量	增速
归母净利润 (亿元)	1.25	-1.12	-47.22%
扣非归母净利润 (亿元)	0.97	-1.18	-55.05%
非经常性损益 (万元)	2809.48	680.28	
投资收益 (万元)	2211.36	1214.97	
政府补助 (万元)	1591.71	-26.40	
所得税影响额 (万元)	908.03	321.92	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

**表 3：2023 年第一季度公司利润情况**

	现值	增量	增速
归母净利润 (万元)	5213.83	1055.46	25.38%
扣非归母净利润 (万元)	3686.21	364.36	10.97%
非经常性损益 (万元)	1527.61	691.10	
政府补贴 (万元)	499.96	-630.16	
投资收益 (万元)	1460.66	1460.66	
所得税影响 (万元)	481.20	208.69	

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

● **2022 年年度综合毛利率提升 1.05pct，期间费用率上升 3.44pct，营销投入扩大；23Q1 公司综合毛利率下降 0.55pct，期间费用率降低 0.66pct**

2022 年，公司综合毛利率提升 1.05 个百分点，实现毛利率的改善，主要系水乳膏霜品类实现控本增效，在营收上升 8.45% 的同时，营业成本下降 3.16%，带动整体毛利率上升。但考虑到公司现有水乳膏霜毛利水平依旧相对偏低（低于面膜类产品），由此该品类毛利率水平的加速抬升被结构性变动平滑，整体毛利率平稳提升。

2022 年公司销售净利率下降 2.10 个百分点，主要原因为期间费用率大幅提高 3.44 个百分点，抵减毛利率上升。由于公司 22 年营收较 21 年降低，各项费用比率均有所升高，其中，销售费用同比增长 360 万元，其中职工薪酬增长 6805 万元，平台推广费减少 3304 万元，变化金额较大，此外关注到年内公司跨境综合报关费同比增长 688 万元，线下推广服务费同比减少 708 万元，快递费同比减少 1132 万元，股份支付同比减少 1223 万元，整体销售费用内部结构构成变化明显；管理费用同比增加 53 万元，其中职工薪酬增加 1870 万元，咨询服务费增加 1016 万元，股份支付减少 1451 万元；研发费用投入较去年增长 2287 万元，其中员工薪酬增长 2332 亿元。报告期内，公司共申请了 44 项发明专利、55 项外观专利，获得 20 项发明专利、13 项实用新型专利、37 项外观专利的授权；发表论文 8 篇，包括 SCI4 篇，不断推进研发创新。报告期内，公司持续加大研发投入，同期研发费用增长达到 35%。财务费用增加 193 万元，其中利息费用增加 1727 万元，汇兑损失减少 1203 万元。

2023Q1，公司综合毛利率进一步上升至 53.71%，同比下降 0.55 个百分点，净利率却提升 1.30 个百分点，主要原因为销售费用率下降 2.09 个百分点。

**表 4：2022 年年度公司毛利率情况**

毛利率情况	现值	增量 (bps)
销售毛利率	53.12%	1.05
按行业划分		

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

日化行业	53.12%	1.05
<b>按产品划分</b>		
面膜	57.86%	-5.97
水乳膏霜	48.84%	6.13
<b>按地区划分</b>		
境内	49.64%	-3.93
境外	62.78%	15.00
<b>按销售模式划分</b>		
自营	53.53%	2.27
代销	50.46%	-6.11
经销	41.07%	4.20
<b>销售净利率</b>	2.60%	-2.10

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 5：2022 年年度公司费用情况

费用率	现期值 (亿元)	增量 (亿元)	现期比率	比率增量 (bps)
期间费用率	235371.51	2893.93	49.84%	3.44
销售费用	203283.90	360.42	43.05%	2.54
管理费用	19389.49	53.44	4.11%	0.25
财务费用	3814.72	193.40	0.81%	0.08
研发费用	8883.40	2286.68	1.88%	0.56

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

表 6：2023 年一季度公司费用情况

	现期值 (万元)	增量 (万元)	现期比率	比率增量 (bps)
期间费用	51695.45	-663.63	49.42%	-0.66
销售费用	43154.00	-2163.09	41.25%	-2.09
管理费用	4325.54	-199.50	4.13%	-0.19
财务费用	1756.24	1099.92	1.68%	1.05
研发费用	2459.67	599.05	2.35%	0.57

资料来源：公司财务报表，中国银河证券研究院整理

### ● 自主品牌矩阵持续优化，双平台生态战略引领行业共同发展

公司秉承“让人类享受肌肤之美”的企业使命，致力于成为全球十大美妆企业，多年来公司已形成以自有品牌为核心，自有品牌加代理品牌双业务驱动的业务布局。自有品牌方面，旗下拥有“御泥坊”、“EDB”、“小迷糊”、“大水滴”、“御”、“VAA”、“HPH”等多个品牌，产品品类覆盖面膜、水乳膏霜、彩妆、清洁洗护等。代理品牌方面，公司于 2018 年推出了独立开放平台“水羊国际”，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，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，并在市场、销售、渠道等维度提供一揽子解决方案，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。

公司致力于美妆行业的共同发展，推动“内部平台生态化，外部生态平台化”的双平台生态战略。“水羊生态联盟”秉承着为美而生、共通互赢、共创生态的理念，致力于打造一个跨区域、跨领域、跨平台的美妆生态联盟，共同推动行业发展，并为联盟成员提供一个信息共享、联合创新、资源协同、投资赋能的平台。公司大力支持优秀品牌的发展，开放自有平台提供资本、研发等资源扶持。报告期内，针对“水羊联盟”成员，多次举办行业峰会及内部沙龙，联合进行技术创新应用，共享供应链平台，开放研发实验室及产品共创，共享检测平台等，并协同公司新媒体

运营，IT 数字化系统等资源，为成员全方面提供产业赋能支持。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、研发机构为重要助力，推动行业及优秀企业的共同发展，合作共赢。

### ● **研发投入赋能产品竞争力，坚持研发与数字化双科技赋能战略**

研发方面，报告期内，水羊股份成功签约江南大学陈坚院士作为首席科学家，并同步于第二届水羊科技创新峰会上发布了独占 11 项专利技术的全球最小分子透明质酸技术，且已实现酶切小分子透明质酸微 800、微 400 的量产。公司在持续推动原料创新、产品创新，广纳人才，加强基础设施建设，推动校企联合上，不断加快成果转化应用，积极、全面推进研发赋能产品、产品赋能品牌战略。报告期内，公司共申请了 44 项发明专利、55 项外观专利，获得 20 项发明专利、13 项实用新型专利、37 项外观专利的授权；发表论文 8 篇，包括 SCI4 篇，不断推进研发创新。报告期内，公司持续加大研发投入，同期研发费用增长达到 35%。

数字化方面，2022 年公司技术团队以协作和数字化经营为核心目标，持续迭代数字化美妆平台。业务联接方面建设 4 个联接平台提升消费者、达人及品牌方外部协作效率；加速业务中台建设，品牌中心、商品中心、权限中心大幅提升内部协作效率建设了统一的经营数据指标体系，为品牌经营，大单品打造提供数据决策支持。

### ● **投资建议**

公司主要从事化妆品的研发、生产与销售，产品品牌主要包括“御泥坊”、“EDB”、“小迷糊”、“大水滴”、“御”、“VAA”、“HPH”等，产品品类覆盖面膜、水乳膏霜、彩妆、个护清洁等化妆品领域。在销售渠道上，与天猫、淘宝、京东、唯品会、抖店、拼多多等主流电商平台建立了深度合作关系。同时，在屈臣氏、沃尔玛、家乐福、万宁、各大城市化妆品专营店及公司直营店等上架销售，实现线上线下渠道全覆盖。在业务板块拓展上，积极与海外国际品牌开展合作，通过为海外品牌提供中国市场的全套解决方案，开拓了海外品牌代理业务，运营的跨境品牌覆盖从轻奢到平价的美妆护肤全品类，包含城野医生、露得清、KIKO 等，助力海外美妆品牌触达中国核心消费者。结合公司的股权激励计划业绩预期，我们给予公司 2023/2024/ 2025 年实现营收 62.88/78.73/94.67 亿元，净利润 2.98/4.39/5.77 亿元的预测，对应 EPS 为 0.77/1.13/1.48 元/股，对应 PS0.90/0.72/0.60 倍，对应 PE19/13/10 倍，维持“推荐评级”。

### ● **风险提示**

供应链管理的风险；行业竞争激烈的风险；募投项目组织实施和效果不及预期的风险。

## 附：1. 盈利预测和估值对比

表 7: 盈利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (单位: 亿元)	5,010.12	4,722.39	6,288.32	7,872.93	9,467.33
增长率 (%)	34.86%	-5.74%	33.16%	25.20%	20.25%
归属母公司股东净利润 (单位: 亿元)	236.42	124.79	298.14	438.98	577.16
增长率 (%)	68.54%	-47.22%	138.93%	47.24%	31.48%
EPS (元/股)	0.62	0.32	0.77	1.13	1.48
销售毛利率	52.07%	53.12%	54.11%	54.75%	55.14%
净资产收益率 (ROE)	14.78%	7.15%	15.27%	19.42%	21.66%
市盈率 (P/B)	30	28	19	13	10
市净率 (P/B)	4.28	3.39	2.90	2.50	2.12
市销率 (P/S)	1.39	1.17	0.90	0.72	0.60

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 2023 年 4 月 27 日收盘价)

表 8: 可比公司最新估值情况

境内可比公司							
	贝泰妮	拉芳家化	完美股份	上海家化	珀莱雅	均值	中位数
PB	52	50	59	43	73	55	52
PB	9.78	1.60	3.34	2.89	16.49	6.82	3.34
PS	10.83	3.09	6.03	2.87	9.23	6.41	6.03
境外可比公司							
	雅诗兰黛	欧莱雅	宝洁公司	联合利华	资生堂	均值	中位数
PB	40	41	25	21	79	41	40
PB	16.05	7.57	8.04	6.06	4.74	8.49	7.57
PS	5.12	5.53	4.37	2.17	2.50	3.94	4.37

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 2. 公司整体经营运行状况跟踪

图 1: 2017-2023Q1 营业收入 (亿元) 及同比增长率



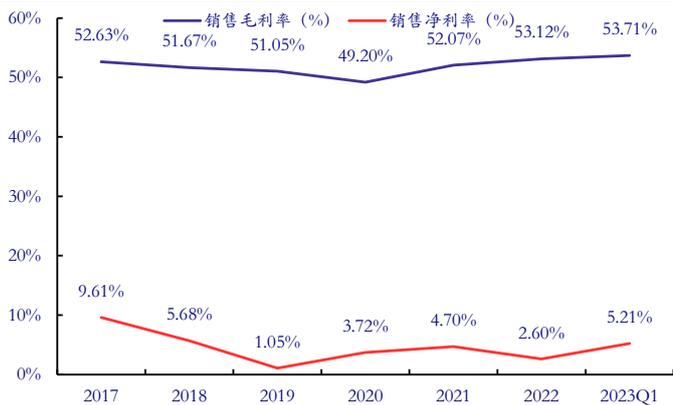
资料来源: 公司公告, 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 2: 2017-2023Q1 年归母净利润 (亿元) 及同比增长率



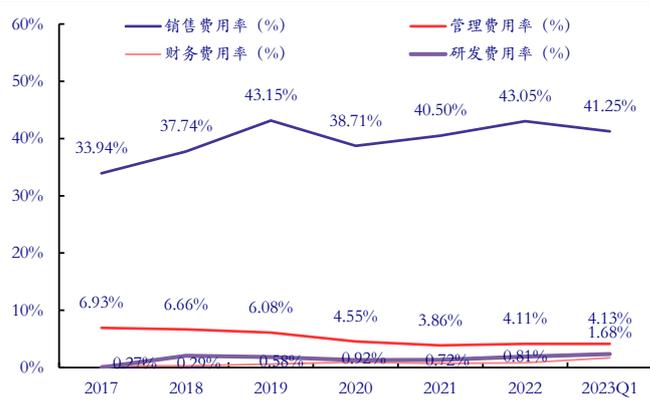
资料来源: 公司公告, 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 3: 2017-2023Q1 年毛利率和净利率变动情况



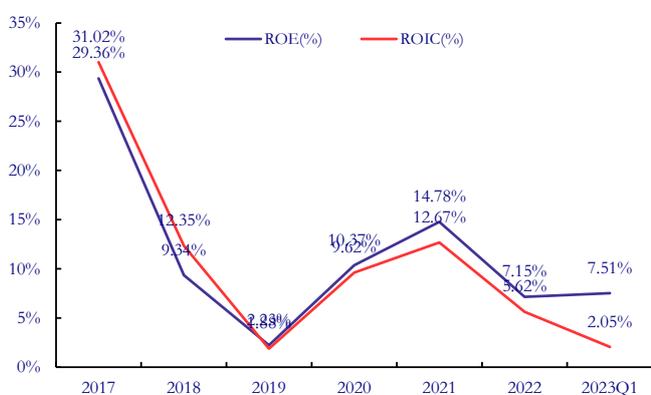
资料来源: 公司公告, 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 4: 2017-2023Q1 年期间费用率变动情况



资料来源: 公司公告, 招股说明书, 中国银河证券研究院整理

图 5: 2017-2023Q1 年 ROE 及 ROIC 变动情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### 3. 重大事项进展跟踪

表 9: 水羊股份 2022Q4-2023Q1 重大事项进展

事件类型	内容
子公司担保	公司股东大会授权公司管理层根据实际经营情况需要, 在总额度内办理公司及子公司的融资和担保事宜, 上述总额度内的单笔融资和担保不再上报董事会进行审议表决, 由董事长确定并执行。授权期限内银行授信和担保额度超过上述范围的须提交董事会或股东大会审议批准后执行。上述授信及担保额度期限自 2021 年年度股东大会通过之日起至 2022 年年度股东大会召开时止。其中, 公司为资产负债率为 70% 以上的子公司提供的担保额度为 100,000 万元, 公司为资产负债率低于 70% 的子公司提供担保额度为 200,000 万元。本次担保后, 公司为资产负债率为 70% 以上的子公司提供担保的可用担保额度为 81,500 万元, 公司为资产负债率低于 70% 的子公司提供担保的可用担保额度为 110,500 万元。
发行可转债	经中国证监会“证监许可[2023]283 号”文核准, 公司于 2023 年 4 月 4 日向不特定对象发行了 694.9870 万张可转换公司债券, 每张面值 100 元, 发行总额 69,498.70 万元。本次发行的可转换公司债券向发行人在股权登记日(2023 年 4 月 3 日, T-1 日)收市后中国证券登记结算有限公司深圳分公司登记在册的原股东优先配售, 原股东优先配售后余额部分(含原股东放弃优先配售部分)通过深交所交易系统网上向社会公众投资者发行。认购金额不足 69,498.70 万元的部分由主承销商包销。
外汇套期保值	从 2021 年年度股东大会审议通过开展外汇套期保值业务议案之日起至本公告披露日, 人民币对美元汇率持续波动, 根据公司财务部门初步统计, 公司开展外汇套期保值业务产生的公允价值变动损益

合计浮动盈利 3,271 万元，占公司 2021 年度经审计归属于上市公司股东净利润的 13.84%，其中，尚未完成交割的外汇套期保值业务产生的公允价值变动损益为 80 万元。因交割日即期价格与锁定价格存在差异，尚未完成交割的外汇套期保值交易预计损益金额会随外汇市场情况变化而波动。公司开展外汇套期保值业务，以锁定利润、防范汇率风险为目的，在批准额度内开展，不进行投机和套利交易，不会影响正常经营活动所需现金流。

#### 关联交易

水羊集团股份有限公司于 2023 年 3 月 14 日召开的第三届董事会 2023 年第一次临时会议和第三届监事会 2023 年第一次临时会议，审议通过了《关于预计 2023 年度日常关联交易情况的议案》，结合与关联方日常关联交易执行情况及公司未来发展需要，公司及子公司拟继续向湖南拙燕仓物流有限公司及其子公司购买仓配等相关服务，拟向湖南水羊新媒体有限公司采购推广等相关服务，拟向拙燕检测技术（长沙）有限公司采购检测等相关服务，预计 2023 年 1 月 1 日起至 2023 年 12 月 31 日上述发生日常关联交易合计金额分别不超过 4,700 万元、2,400 万元、800 万元。

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

## 4. 公司发展战略与经营计划情况跟踪

表 10：水羊股份 2021-2022 年年报中发展战略与经营计划情况跟踪

	2021 年对于 2022 年的规划	2022 年对于 2023 年的规划
<b>发展战略</b>	<p>近年来，中国美妆行业市场蓬勃发展，国产本土品牌崛起的同时，国际国内小众品牌百花齐放，行业竞争激烈。随着美妆行业监管政策的趋严以及渠道的分散化，美妆市场的竞争格局将进一步得到优化，公司认为行业健康度将迎来前所未有的状态。</p> <p>2021 年，在公司“四双”战略的指引下，公司抵御市场及行业波动风险的能力得到彰显，进一步验证了公司战略的前瞻性和确定性。因而，基于认同中国美妆市场崛起的判断以及实践证明的结果，公司将坚持发展“四双”战略即实施“研发赋能产品，数字赋能组织”的双科技赋能战略；搭建“以自有品牌为核心，以自有品牌与代理品牌双业务驱动”的双业务驱动发展模型；形成“内部平台生态化，外部生态平台化”的双平台生态布局；力求“营收增长率行业领先、利润增长率行业领先”的双高增目标，最终以“多品牌、多品类、多业务、全渠道”争做中国美妆领头羊。</p>	<p>近年来，中国美妆行业持续高速增长，国产本土品牌崛起的同时，国际国内小众品牌百花齐放，品牌分布出现了明显的哑铃型结构。伴随着中国美妆用户年龄结构、普及率、消费力等因素的持续变化，未来中国美妆市场也仍有巨大的增长潜力；同时，消费者美妆需求持续升级，中国美妆企业的集团化已成趋势。基于以上判断，水羊股份将持续在“四双”战略指引下，深耕美妆产业链，坚持持续加码研发投入，坚持差异化多品牌打造与升级。持续实施“研发赋能品牌，数字赋能组织”的双科技赋能；坚持“自有品牌与代理品牌双业务驱动”的发展战略；有序推动“内部平台生态化，外部生态平台化”的双平台生态建设；以“多品牌、多品类、多业务、全渠道”争做中国美妆行业领头羊。</p>
<b>经营计划</b>	<p><b>（1）持续加强品牌建设</b></p> <p>自有品牌上，公司将通过持续加强品牌建设、优化产品体系、健全渠道体系等举措，同时注重研发的大力投入及精细化运营，努力实现自有品牌的升级优化。在新锐品牌方面，公司坚信未来美妆集团的竞争是品牌的竞争，在持续关注流量健康度、费用投入产出比的同时，将着力构建长期多品牌、全渠道运营的能力，实现美妆集团、品牌资产的长期健康发展。</p> <p>代理品牌方面，公司将继续发挥水羊国际平台作用及团队品牌管理和电商运营能力，积极开拓与全球优秀品牌的合作，不断引领更多优秀品牌进入中国</p>	<p><b>（1）持续加码研发投入</b></p> <p>公司将进一步加大研发的投入，在原有起草国家行业标准、开放基础研究平台、研发独有原料、配方三代一体四个维度的基础上持续实施大研发、大投入的战略，建设 4 个机理实验室、10 个博士工作室以及面膜、精华等 10 个品类研发中心，持续搭建研发组织体系、建设组织制度、培养核心研发人才梯队、深化内外部研发合作，针对各类肌肤需求，为东方消费者找到更匹配的中国解决方案。</p> <p><b>（2）持续加强品牌建设</b></p>

市场，帮助海外有特点的品牌在中国全渠道做赋能和承接，持续扩充公司代理品牌、代运营品牌梯队，加速国际化进程。

(2) 进一步加大研发投入

公司将进一步加大研发的投入，在原有起草国家行业标准、开放基础研究平台、研发独有原料、配方三代一体四个维度的基础上实施大研发、大投入，原料化、品类化的战略，在原料端做独特原料研发、工艺的研发，在品类端搭建更细分的以品类为基础的研发中心，如面膜研发中心、精华研发中心，为公司可持续发展、规模化发展以及效率提升提供战略支持。

(3) 积极开展组织及人才建设

公司坚持数字赋能组织的发展战略，努力将各项能力数据化，平台化，可复制化，对组织进行赋能。秉承着“人成事，事成人”的人才理念，公司始终重视对于员工以及管理人员的培养及激励，一方面，公司提供体系化、项目制的培养计划，持续培养合格的品牌管理、销售运营等人才，全面提高员工职业化素养特别是管理人员的品牌和经营意识；另一方面，构建多元激励体系，内部实施多种专项激励计划的同时结合现金奖励、股票期权及子公司股权激励等方式营造人人皆可创新的氛围，提升员工福利的同时，激发组织创造力和活力

品牌是美妆的核心竞争力，公司将通过完善组织体系和构建消费者可感知且有竞争力的品牌体系，沉淀品牌资产，打造多层次品牌矩阵。组织方面，通过建立品牌资产评估体系、产品管控体系和品牌内容传播管理体系，打出水羊自有品牌完整的体系样板；品牌方面，根据各品牌定位，搭建消费者自传播体系以及建立消费者可感知的评估标准，实现品牌资产的稳定增长；产品方面，搭建符合品牌心智的产品体系，明确产品系列定位和通过料体竞研机制、竞品赛马机制赋能，形成用户口碑好、核心竞争力好、商业变现能力好的“三好”产品；持续实行大单品计划，系统管理自有品牌矩阵，实现美妆集团品牌资产的长期健康发展。

代理品牌方面，将继续发挥水羊国际平台作用及团队品牌服务和管理能力，面向全球多市场积极开拓与优秀品牌的合作，帮助海外有特点的品牌在中国全渠道做赋能和承接，聚焦资源、聚焦质量，加速国际化进程，致力成为全球美妆最佳CP（中国合作伙伴 ChinaPartner）。

(3) 积极开展组织及人才建设

公司始终坚持数字赋能组织的发展战略，通过职能研发化、方法流程化、流程数据化、能力数据化，最终实现人才职业化、组织平台化。秉承着“人成事，事成人”的人才理念，公司始终重视对于员工以及管理人员的引进、培养及激励，公司将持续打造人才发展体系，高效引进品牌、产品企划及研发3类稀缺岗位，提供体系化、项目制的培养计划为员工提供螺旋式发展通道，为组织提供高质量人才支撑；另一方面，持续构建多元激励体系，内部实施多种专项激励计划的同时结合现金奖励、股票期权及子公司股权激励等方式营造人人皆可创新的氛围，提升员工福利的同时，激发组织创造力和活力。

风险提示

- (1) 供应链管理风险
- (2) 行业竞争激烈的风险
- (3) 用户体验下降的风险
- (4) 投资风险
- (5) 疫情风险

- (1) 供应链管理风险
- (2) 行业竞争激烈的风险
- (3) 用户体验下降的风险
- (4) 投资风险
- (5) 宏观经济波动风险

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

## 5. 公司前十大股东情况跟踪

表 11: 水羊股份前十大股东情况 (更新自 2023 年一季度)

排 名	股东名称	方向	期末持股 数量 (万 股)	报告期内持 股数量变动 (万股)	占总股 本比例 (%)	持股比 例变动 (%)	股本性质
1	湖南御家投资管理有限公司	减少	9590.42	-	24.63%	-0.02%	A 股流通股
2	长沙汀汀企业管理咨询合伙企业 (有限合伙)	减少	4452.30	-	11.43%	-0.01%	A 股流通股
3	戴跃锋	减少	3908.66	-	10.04%	-0.01%	限售流通 A 股, A 股流通股
4	长沙御投投资管理合伙企业(有限 合伙)	减少	1434.11	-	3.68%	-0.01%	A 股流通股
5	刘海浪	不变	505.15	-	1.30%	-	A 股流通股
6	长沙御投叁号企业管理咨询合伙 企业(有限合伙)	不变	338.77	-	0.87%	-	A 股流通股
7	戴开波	不变	261.36	-	0.67%	-	A 股流通股
8	国寿养老策略 4 号股票型养老金 产品	不变	232.47	-	0.60%	-	A 股流通股
9	黄建武	新进	200.00	-	0.51%	-	A 股流通股
10	侯素梅	不变	193.00	-	0.50%	-	A 股流通股
	合 计		21116.25		54.23%		

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理; 注: 本报告期激励计划合计导致公司总股本增至 3.89 亿股。

## 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](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

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

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)