



增持（首次）

所属行业：美容护理/化妆品
当前价格(元)：15.97

证券分析师

赵雅楠

资格编号：S0120523070002

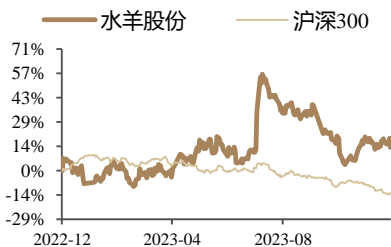
邮箱：zhaoyan@tebon.com.cn

易丁依

资格编号：S0120523070004

邮箱：yidy@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.22	-5.61	-15.77
相对涨幅(%)	0.45	-1.32	-5.03

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

水羊股份：“自有+代理”双业务、多品牌驱动长期发展

投资要点

- 导读：伊菲丹渠道放量+完善矩阵布局，验证“代运营→自营”模式；御泥坊积极升级、大水滴放量，自有品牌稳健增长；独创CP模式可储备多个品牌，强生合作已续期，新签高端抗衰品牌妮尚希，股权激励绑定核心团队，多元品牌矩阵驱动水羊股份长期发展！**
- 自有品牌+代理业务双轮驱动，打造多品牌美妆集团。**起于淘系多维布局，公司现已成为以自有品牌为核心，“自有+代理”双业务驱动的多品牌矩阵美妆集团。22年受外部环境及公司内部战略调整影响阶段性承压，23年Q1-Q3业绩同比微增，营收33.77亿元/+1.04%，归母净利润1.80亿元/+51%，前三季度毛利率58%达历史最高，兑现业绩拐点：御泥坊坚持以品牌内容驱动市场、稳步完善品牌触点体系与产品布局；代理业务深度绑定强生集团，致力成为全球美妆最佳CP。
- 自有+代理同步修整再发新芽，期待后续盈利表现！1) 自有品牌：①伊菲丹：**高端品牌敏肌抗衰赛道，推广年轻的樱花线并引进高端极致线，发力抖音渠道实现超预期增长；验证“代运营→自营”模式可行性，有望成为新锐高奢品牌。**②御泥坊：**品牌建设+大单品策略+全渠道发展，根植盛唐文化，开发“春江花月夜”产品体系，23H2董事长亲自负责品牌升级，蓄力周年庆，期待后续业绩兑现；错峰大促种草投放，提升抖快等新媒体占比。**③其余自有品牌：**大水滴专注熬夜护肤，扭亏为盈，预期维持高势态发展；小迷糊聚焦年轻肌精简护理，上半年实现盈利。**2) 代理品牌：**已形成“1+5+N”代理格局，强生集团合作稳定，独创CP模式深度培育海外小众品牌，预期将减弱强生依赖、释放业绩，良性改善水羊国际营收结构。
- 渠道+研发+管理多方发力，“代运营→自营”高复刻性。1) “代运营→自营”高复刻性：**CP模式便于挖掘潜在优质品牌，通过收购实现“代运营→自营”，强运营能力或可复刻伊菲丹高增案例，期待后续PA品牌发展。**2) 渠道：**数字化运营赋能销售，建立线上线下融通的销售渠道，抖音新型电商平台策略调整。**3) 研发：**坚持“双科技”战略，聘任首席科学家发力基础研究，产学研助力技术创新，水羊智能制造产业园开园，智能制造扩大规模效应。**4) 管理：**数字化赋能管理，“271”考核制度优化架构，3期股权激励计划将提振长期发展信心。
- 投资建议：**自有品牌：EDB产品梯队建设&高端人群渗透提高实现高增长，强运营能力&独创CP模式或复刻优质代运营品牌转自营；御泥坊焕新升级，大水滴靓丽增长。代理业务：步入良性轨道，强生基本盘稳固，小众品牌有望放量、改善盈利。预计公司2023-2025年营收为52.66亿/59.62亿/65.97亿，归母净利润3.09亿/4.03亿/5.57亿，对应PE分别为20.1X/15.4X/11.2X，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：**行业需求增长不及预期；行业竞争加剧导致获客成本攀升；公司主品牌升级转型进程不及预期。

股票数据

总股本(百万股):	389.47
流通A股(百万股):	357.01
52周内股价区间(元):	12.75-22.02
总市值(百万元):	6,219.76
总资产(百万元):	4,182.90
每股净资产(元):	4.82

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,010	4,722	5,266	5,962	6,597
(+/-)YOY(%)	34.9%	-5.7%	11.5%	13.2%	10.6%
净利润(百万元)	236	125	309	403	557
(+/-)YOY(%)	68.5%	-47.2%	147.5%	30.6%	38.1%
全面摊薄EPS(元)	0.61	0.32	0.79	1.04	1.43
毛利率(%)	52.1%	53.1%	56.9%	57.4%	58.0%
净资产收益率(%)	14.8%	7.2%	15.8%	18.0%	21.2%

资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 公司概况：自有品牌+代理业务双轮驱动的美妆集团.....	5
1.1. 发展历程：起于淘系多方探索，打造多品牌矩阵美妆集团.....	5
1.2. 股权结构较集中有利于战略执行，管理团队较稳定.....	6
1.3. 财务分析：业绩阶段性承压有望逐步回暖.....	7
2. 业务分析：自有品牌矩阵多点发力，代理业务稳步拓展.....	8
2.1. EDB：品牌高端定位，品类丰富+抖音放量，成长势头向上.....	9
2.2. 御泥坊：品牌建设+大单品策略+全渠道发展，看好恢复性增长.....	12
2.3. 其他自有品牌：扭亏为盈华丽逆袭，有望成为新增长点.....	14
2.4. 代理业务：以全要素 CP 模式夯实优势，“1+5+N”代理结构稳定.....	15
3. 水羊有何变化？渠道转型+研发升级+管理调整.....	18
3.1. 渠道端：强化数字化运营，积极布局新兴渠道.....	18
3.2. 研发端：持续加码奠定发展基础，生产优势稳步夯实.....	20
3.3. 管理端：“271”考核优化生产，三重激励稳定骨干.....	22
4. 盈利预测及投资建议.....	24
5. 风险提示.....	26

图表目录

图 1: 水羊股份发展历程: 自有品牌及代理业务双轮驱动, 打造多品牌矩阵美妆集团	5
图 2: 自有品牌与代理业务矩阵	6
图 3: 公司股权架构图	6
图 4: 公司营收及归母净利润情况	7
图 5: 公司毛利率及归母净利率情况	7
图 6: 公司各品类营收情况	8
图 7: 公司各品类营收增速	8
图 8: 公司存货账面余额构成情况	8
图 9: 公司存货及应收账款周转天数情况	8
图 10: 公司旗下主要自有品牌情况	9
图 11: 伊菲丹淘系/抖音 GMV 情况	12
图 12: 伊菲丹淘系/抖音均价情况	12
图 13: 御泥坊品牌调整	12
图 14: 御泥坊淘系/抖音 GMV 情况	13
图 15: 御泥坊淘系/抖音均价情况	13
图 16: 大水滴淘系/抖音 GMV 情况	14
图 17: 大水滴淘系/抖音均价情况	14
图 18: 小迷糊淘系/抖音 GMV 情况	15
图 19: 公司主要合作代理品牌概览	15
图 20: 公司与强生旗下部分品牌合作概览	17
图 21: 公司各销售模式营收占比	18
图 22: 公司各渠道营收占比	18
图 23: 公司线上自有平台收入及增速情况	18
图 24: 公司线上第三方平台收入及增速情况	18
图 25: 公司自有小程序水羊美妆概览	19
图 26: 公司具备丰富的线上多平台运营经验	19
图 27: 淘系与抖音营收占比	19
图 28: 公司线下营收逐步提升	20
图 29: 公司研发费用及研发费率情况	20
图 30: 公司研发人数及占比情况	20
图 31: 公司聘请陈坚院士作为首席科学家	21
图 32: 水羊智能制造产业园概览	22

图 33: 水羊股份制造工厂	22
图 34: 公司员工岗位构成	23
图 35: 公司人均营收变化情况	23
表 1: 公司主要董事及高管概况	7
表 2: 伊菲丹核心产品系列及单品销售情况	11
表 3: 御泥坊核心产品系列概况	13
表 4: 大水滴核心产品系列概况	14
表 5: 公司全要素全渠道 CP 模式概览	16
表 6: 不同分子量透明质酸特点	21
表 7: 水羊股份三期股权激励概况	23
表 8: 水羊股份盈利预测 (百万元, %)	24
表 9: 水羊股份及可比公司盈利预测及 PE 对比 (收盘价为 2023 年 12 月 22 日)	25

1. 公司概况：自有品牌+代理业务双轮驱动的美妆集团

1.1. 发展历程：起于淘系多方探索，打造多品牌矩阵美妆集团

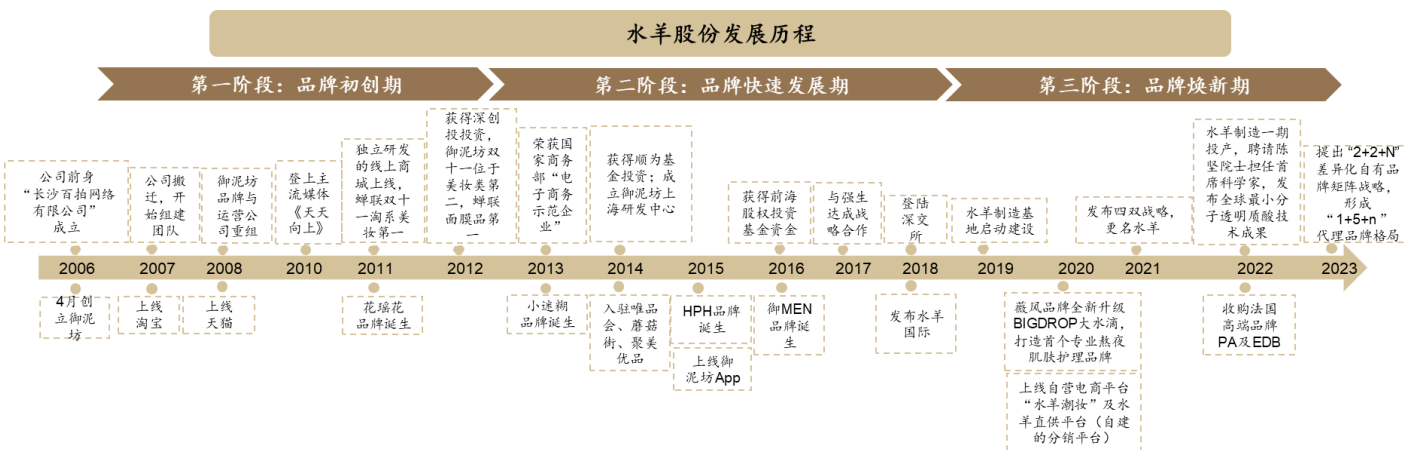
公司成立于 2006 年，现已形成以自有品牌为核心，自有品牌加代理品牌双业务驱动的业务布局。自有品牌方面进行差异化多品牌策略，通过自主培育和外延式收购不断拓展，目前主要包括“御泥坊”、“EDB”、“小迷糊”、“大水滴”、“御”、“VAA”、“HPH”等多个细分赛道品牌，产品品类覆盖面膜、水乳膏等化妆品领域。代理品牌方面，公司于 2018 年推出独立开放平台“水羊国际”，为海外进入中国市场的美妆品牌提供一揽子解决方案。公司主要发展历程可分为三大阶段：

1) 2006-2011 年，品牌初创期：2006 年御泥坊品牌诞生，同年御家汇前身长沙百拍网络有限公司成立。2008 年御泥坊品牌与运营公司合并重组。2010 年御泥坊登上《天天向上》，品牌知名度显著提升。2011 年花瑶花品牌诞生，同年独立研发的线上商城上线；

2) 2012-2017 年，品牌快速发展期：2012 年公司获得深创投投资，发展进入快车道。2013 年，小迷糊品牌创立。2014 年获顺为基金投资，同年成立“御泥坊上海研发中心”。大水滴、御 MEN 等品牌也逐渐成立，品牌矩阵初步建立。2017 年，公司与强生首次达成战略合作，全面承接强生消费品在中国的电商业务。

3) 2018-至今，品牌焕新升级期：2018 年，公司成功登陆深交所在 A 股上市，同年发布水羊国际平台，为海外美妆提供全域代理服务。2019 年水羊制造基地启动建设。2020 年推出自营电商平台“水羊潮妆”及水羊直供平台，打造数字化美妆平台。2021 年公司升级为水羊股份，并确立“四双”战略，即实施“研发赋能产品，数字赋能组织”的双科技赋能战略；搭建自有品牌与代理品牌双业务驱动的发展模型；形成“内部平台生态化，外部生态平台化”的双平台生态布局；力求“营收增长率行业领先、利润增长率行业领先”的双高增目标，最终实现“多品牌、多品类、多业务、全渠道”全方位发展。2023 年发布“2+2+N”差异化品牌矩阵战略，已形成“1+5+N”代理业务格局。

图 1：水羊股份发展历程：自有品牌及代理业务双轮驱动，打造多品牌矩阵美妆集团



资料来源：公司公告、公司官网、公司官方公众号、招股说明书、搜狐新闻、天猫 app、德邦研究所

图 2：自有品牌与代理业务矩阵

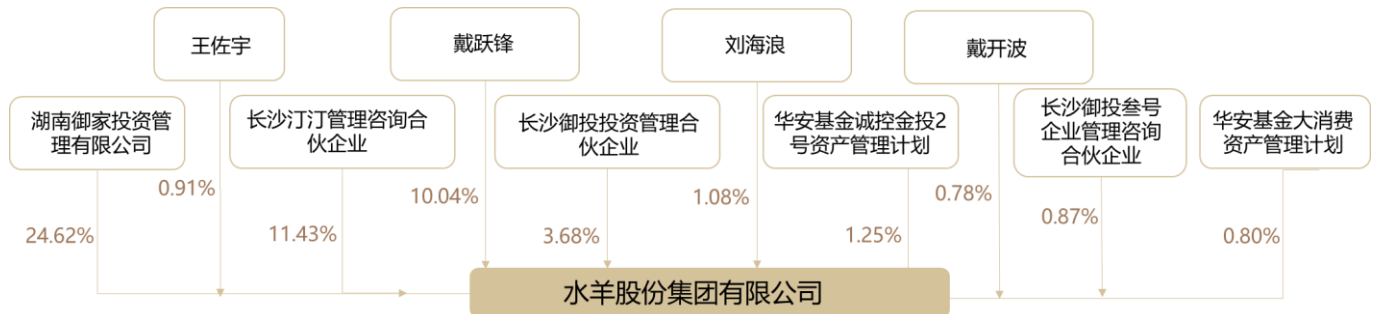


资料来源：公司公告、公司官网、德邦研究所

1.2. 股权结构较集中有利于战略执行，管理团队较稳定

股权结构较为集中，有利于子公司有效执行整体战略。公司前身为湖南御家汇科技有限公司，董事长兼总经理戴跃峰是实控人，截至 2023Q3 其直接持有及通过湖南御家投资和汀汀咨询间接持有合计 45.11% 的股份。

图 3：公司股权架构图



资料来源：公司公告、同花顺、德邦研究所
注：股权结构截止至 2023 年 9 月 30 日，股东只包含前十大

管理团队稳定且较为年轻，运营模式具备一定可复制性。公司核心管理层相对较为年轻，多为 80 后且较稳定。尤其在电商领域，经过多年的内部培养和外部引援，已打造了一支经验丰富的管理团队和业务水平较高的电商运营人才，对于电商消费人群和互联网传播特点有着深刻理解，能有效把握目标消费群体不断变化的消费习惯和喜好。此外，因为公司旗下品牌和业务较多，公司规定老人做新事，新人做老事，把成熟的运营经理和骨干抽出来做新项目，将御泥坊作为内部的黄埔军校，形成人才培养机制，在其他品牌上的可复制能力较强。

表 1: 公司主要董事及高管概况

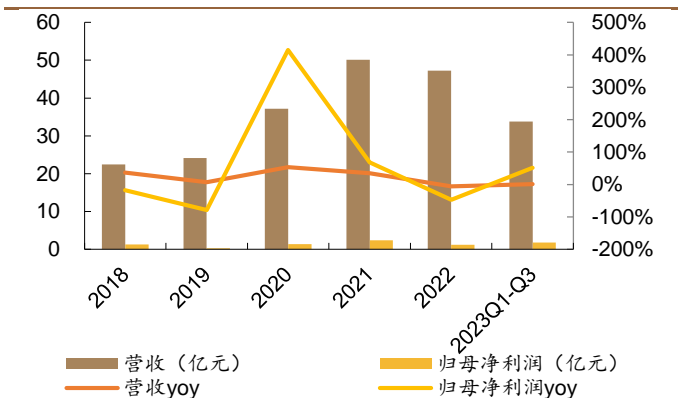
姓名	职务	出生年份	主要经历
戴跃锋	董事长、总经理	1982	2006年10月至2016年7月，先后担任长沙市天心区百拍网络科技有限公司执行董事、总经理，长沙市戴漫丽生物科技有限公司总经理、长沙市百年臻芳生物科技有限公司总经理、长沙滩头御泥化妆品贸易有限公司执行董事，御家汇网络执行董事、花瑶花生物、御泥坊生物执行董事、总经理。为水羊股份创始人，水羊股份成立至今任董事长、总经理。
张虎儿	董事	1986	历任湖南御家汇网络有限公司供应链部部长、御家汇供应链管理总部总监。2013年7月至今任公司副总经理，2014年12月至今任公司董事。
陈喆	董事	1984	历任淘宝中国软件有限公司软件工程师、湖南御家汇网络有限公司运营总监、御家汇战略拓展事业部运营总监，现任水羊国际总经理。2014年12月至今任公司董事。
宾婧	董事	1988	历任水羊集团股份有限公司花瑶花品牌总监、御泥坊 KA 渠道总监、水羊国际美妆事业部总监，现任水羊国际副总经理，2022年8月至今任公司董事。
晏德军	副总经理、财务总监	1970	历任艾利(广州)有限公司财务经理，阿尔斯通(广东)高压电气有限公司财务总监，克明面业股份有限公司董事、财务总监。2016年9月至今任公司副总经理，财务总监。
吴小瑾	董秘、副总经理	1981	2015年6月至今任公司董事会秘书，2016年9月至今任公司副总经理。
黄晨泽	副总经理	1990	历任小迷糊品牌事业部总监、新锐品牌事业部总经理，现任御泥坊品牌事业部总经理。2019年9月至2022年8月任公司董事，2022年8月至今任公司副总经理。

资料来源：公司公告、同花顺、德邦研究所

1.3. 财务分析：业绩阶段性承压有望逐步回暖

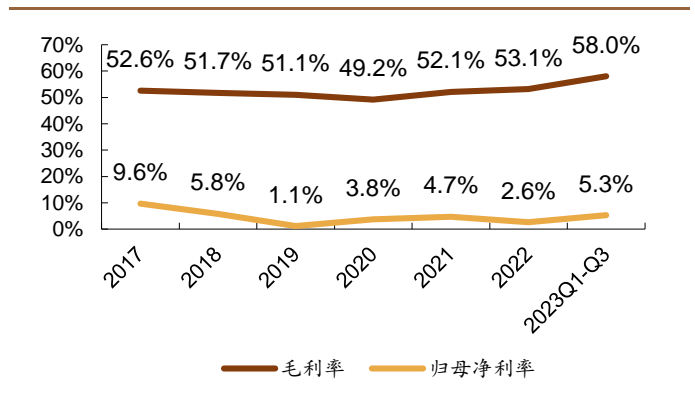
23H1 盈利能力明显提升，品牌升级成效逐步兑现，展现更强利润拐点。公司营收及归母净利润整体呈稳健增长态势，但 2022 年阶段性受到外部环境的影响以及自有品牌升级未充分兑现且公司为长期战略布局进行了大量的人才储备和研发投入，22 年营收 47.22 亿元/yoy-6%，归母净利润下降 47%至 1.25 亿元。其中，期间费率近年来较为平稳，销售费率维持在 40%，管理费率自 2020 年 3.27%持续上升至 23H1 5.02%，研发费率与财务费率支出稳定，23 年 H1 分别为 2.01%/0.81%。受益于高毛利品类结构占比提升，高端品牌伊菲丹放量增长，公司盈利能力逐渐增强，截至 2023Q3，实现营收 33.77 亿元/yoy+1.04%，归母净利润 1.80 亿元/yoy+51%，毛利率与归母净利率分别修复至 58.0%/5.3%，环比及同比明显提升，利润拐点逐步兑现：自有品牌营收占比超 40%，利润贡献超 60%，御泥坊坚持以品牌内容驱动市场、稳步完善品牌触点体系与产品布局；代理业务深度绑定强生集团，致力成为全球美妆最佳 CP。

图 4: 公司营收及归母净利润情况



资料来源：公司公告、同花顺、德邦研究所

图 5: 公司毛利率及归母净利率情况

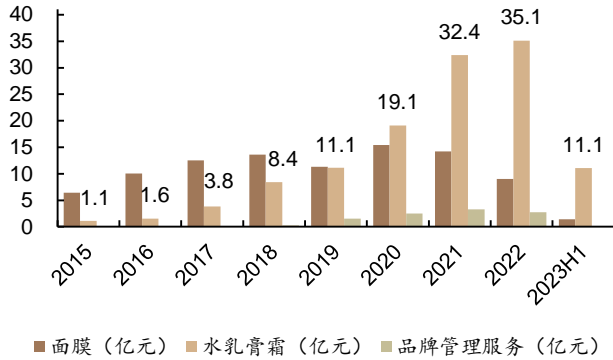


资料来源：公司公告、同花顺、德邦研究所

公司根据行业变化不断优化品类结构，水乳膏霜成长第一大品类。业务模式上，公司分为自有和代理两部分业务；分品类看：（1）面膜品类：公司由面膜发家，2018 年及以前面膜品类占营业收入的 60%以上，2016 年-2023H1 面膜品类占总营收比例不断下降，其中 21、22 年增速为负数，原因是公司主要依赖互联网

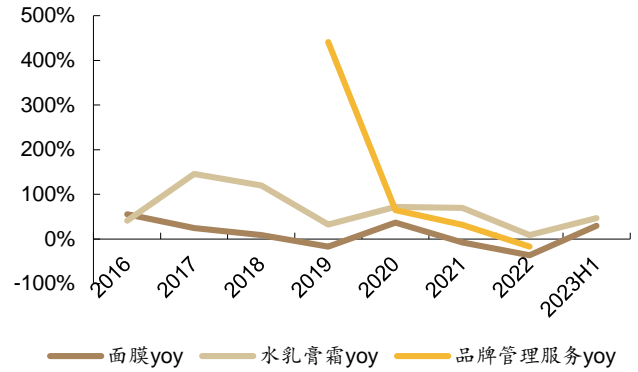
进行线上销售，前两年受国内外新冠疫情的反复影响，部分区域供应链及物流受限，对面膜营收造成一定影响。(2) 水乳膏霜品类：从2016年的占营收的13%到2022年的74%，水乳膏霜已成为第一大收入来源，主要是由于以水乳膏霜为主的代理业务持续发展。(3) 品牌管理服务：2019年以来增速不断下降，但占总营收比例几乎无变化，可见它在一定程度上与营业收入相关。

图6：公司各品类营收情况



资料来源：同花顺、公司公告、德邦研究所

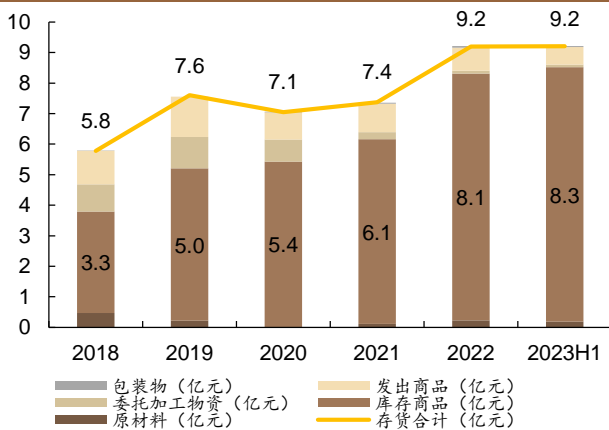
图7：公司各品类营收增速



资料来源：同花顺、公司公告、德邦研究所

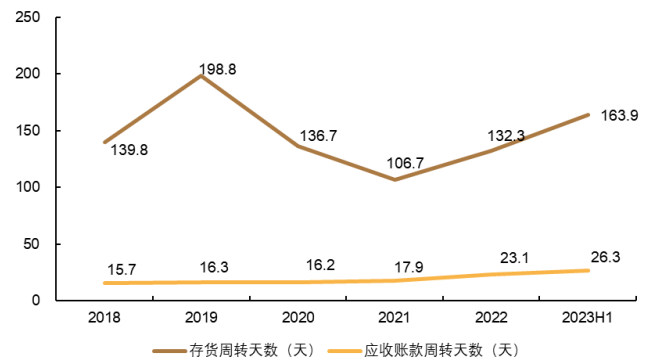
营运能力方面，公司存货规模有所提升，周转能力稳健。公司旗下品牌和产品种类较多，仓库分布于多个区域，对供应链管理提出了较高要求。2018-2022年公司存货账面余额由5.78亿增至9.2亿元，其中主要为库存商品账面余额从3.32亿元增至8.08亿元，部分因公司代理品牌数量增长较快导致库存规模增加。存货周转天数整体呈下降趋势，从2018年的140天下降至2021年107天，而后因物流受限、备货周期延长等外部环境扰动，2022年/23年H1回升至132天/175天；应收账款周转天数整体较为稳定，2018-2020年稳定在16天左右，而后2022年/23年Q3略微提升至23天/29天，主要由于外部经济环境影响，线下销售回款周期延长。

图8：公司存货账面余额构成情况



资料来源：公司公告、德邦研究所

图9：公司存货及应收账款周转天数情况



资料来源：公司公告、德邦研究所


2. 业务分析：自有品牌矩阵多点发力，代理业务稳步拓展

自有品牌矩阵完备，覆盖多样化市场需求，盈利能力持续改善。自有品牌经过沉淀已形成2+2+N的矩阵，即EDB/御泥坊+大水滴/小迷糊+新锐品牌(如VAA、御、HPH等)，价位覆盖大众低端到中端高档市场的多种细分人群，品类方面覆盖面膜、水乳膏霜、彩妆、个护清洁等多赛道。

1) 品牌矩阵——构建“2+2+N”的多元品牌矩阵：主品牌御泥坊定位民族品牌并持续升级，经典单品泥浆清洁面膜持续推陈出新，拓展微800次抛等精华类单品。EDB作为专为敏感肌抗衰老研发的高奢护肤品牌，通过梳理、传播品牌故事，进一步深化品牌心智，打造超级面膜、抗光老精华防晒、胶原精粹水及超级CP多个核心产品。大水滴专注熬夜护肤细分赛道，搭建3点祛痘精华与3点特舒精华矩阵式大单品。小迷糊品牌定位年轻肌科学护理专家，打造爆款洁颜蜜。

2) 盈利能力——自有品牌环比提升：截至2023年H1，除EDB和御泥坊之外，大水滴也实现了盈利，其他自主品牌仍有亏损但整体在大幅收窄。

图 10：公司旗下主要自有品牌情况



品牌	成立年份	产品定位	针对客群	产品价格(元)
御泥坊	2006	天然护肤	东方女性	29.9-559
伊菲丹	2019年 进入中国	敏感肌、高奢抗衰	高端人群	199-12990
大水滴	2015	熬夜护理	熬夜肌	14.9-389.9
小迷糊	2013	精简、有效	年轻群体	44.9-279.9
花瑶花	2011	民族品牌	健康美肌	49.9
HPH	2015	肌肤损伤修护	肌肤屏障受损	-
VAA	2016	自然骨相妆	东方女性	88-588
御	2016	专业男士护肤品	男士群体	11-449

资料来源：公司公告、公司官网、天猫、德邦研究所

2.1. EDB：品牌高端定位，品类丰富+抖音放量，成长势头向上

伊菲丹(EDB)：从代理转为收购，验证水羊集团的品牌孵化能力。EDB为定位较高端的敏感肌抗衰护肤品牌，2019年入驻中国由水羊国际代理中国市场运营，2021年进入国内丝芙兰、王府井、高端百货SKP等线下渠道，国外入驻巴黎老佛爷百货、瑰丽酒店及英国哈罗德百货等高端渠道。公司2022年以4950万欧元对价收购法国EDB公司的90.05%股权，以21年计算P/E 9X、P/S 2.5X，实现了从代运营向自营模式的转变，此次收购背景来自于：(1)水羊做品牌代理时获得了优先购买权；(2)水羊对于品牌提升业务的能力获得了法国品牌方认可，我们认为此次收购进一步证明水羊股份的运营能力，未来从“代运营→自营”模式跑通、打开品牌想象空间。

品牌端：定位高端，特色鲜明，艺术沙龙多重活动强化品牌定位。1) **定位高端，特色鲜明：**EDB 由法国贵族创始人 Charles 于 2007 年创立，起源于他与妻子的浪漫日法爱情，将日本美容科技与法国生活艺术相结合，以其家族超过 800 年历史的族徽作为品牌图形 LOGO。创始人 Charles 与化学工程技术博士石桥教授合作创造出 TripleCollagen®-三重胶原蛋白，具有独一无二的表皮渗透能力和生物活性。此外，品牌独创 SAHO 美容仪式，即通过分层护理的叠加方式，从视、触、嗅、听四大感官维度，打造极致体验。2) **营销持续发力、打造高端化：**2023 年，EDB 召开品牌艺术沙龙会，同时携手品牌大使何超莲南法溯源，进一步渗透中国高端人群。随着后续品牌势能提升、渠道网络铺开，客户群体拓展与黏性增强，EDB 有望在全球保持高速增长。同年 10 月，EDB 官宣超级面膜首位代言人杨紫，结合巴黎时装周活动，进一步展示了品牌浪漫高奢的基因。公司筹划将在法国巴黎举办的 2024 年奥运会上进一步扩大品牌的势能。

组织架构方面积极调整，现金激励绑定团队。1) **组织架构：**EDB 的创始人主要负责品牌和产品研发，水羊股份在收购 EDB 公司后仍保留大部分原班团队；水羊同时新派 CEO 在 2023 年 4 月正式入职，同步补充市场及免税渠道人员，强化团队能力。2) **研发端：**研发团队的带头人为日本石桥博士，从业经历接近 50 年，行业认知超出预期。3) **激励制度：**对于法国团队给予目标奖金激励，满意度较高，绑定核心人员。

产品端：打造超级面膜大单品，CP 组合模式完善产品矩阵。产品系列臻美 SAHO 挑大梁，旗下大单品超级面膜与防晒隔离霜贡献营收过 60%：1) 品牌已成功打造明星产品——超级面膜：产品定价 1800 元/50ml、高端定位，上市后取得优异表现，单品淘宝/抖音 23 年 1-11 月累计 GMV 分别为 5494 万/8302 万。2) 超级“CP”组合：面膜和精华水的礼盒实现产品连带，单价进一步提升至 2760 元，成为第一大单品，抖音 23 年 1-11 月累计销售额达 13888 万元。3) 敏感肌适宜防晒单品——抗光老精华乳防晒隔离霜：国内同类产品单价最高，截止 23 年 11 月淘宝/抖音 GMV 达 1343 万/3734 万。

陆续引进樱花线和极致线，产品体系清晰。根据伊菲丹官网，海外有 30+款产品，包括香水、香氛、按摩膏等产品，但中国地区售卖的产品不超 10 款，有较多高价大单品亟待引入国内市场：1) **樱花线：**在日本销售较为热门，定位于年轻群体市场，今年在国内推出精粹液（630 元/150ml）、乳液（1280 元/50ml）、洁面泡沫（470 元/150ml）三款产品，形成价格带互补，将在中国市场逐步推广樱花线。2) **极致线：**目前高端系列产品已经进入预售测试阶段，高端系列臻金赋活系列将陆续上线，套装的价格会接近两万。随着 CP 组合打开市场、养成品牌心智，后续产品线与单品引入中国市场，将带动其他品类增长，丰富产品矩阵，持续提升品牌影响力，未来成长逻辑清晰。

表 2：伊菲丹核心产品系列及单品销售情况

伊菲丹23年1-11月各品类占比					
品类	天猫销售额 (万元)	占比	抖音销售额 (万元)	占比	
面部护理	8,666	84.4%	26,698	85.6%	
面部彩妆	684	6.7%	2,988	9.6%	
防晒	565	5.5%	746	2.4%	
香水香膏			696	2.2%	
眼部护理	23	0.2%	53	0.2%	
唇部护理	5	0.0%	6	0.0%	
手部护理	5	0.0%	2	0.0%	
身体护理	2	0.0%			
头发护理	0	0.0%			
其他	322	3.1%	3	0.0%	
合计	10,272		31,194		

伊菲丹核心产品系列					
系列名称	简介	核心产品	价格带	产品示意图	
臻美SAHO	明星系列，灵感源自创始人日本妻子超级敏感的肌肤，更是对全世界女性的赠礼。	抗老精华防晒、眼唇修护精华、超级面膜及滋养面膜	1290-2190元		
樱花SAHO	专门针对年轻肌肤抗老、抗糖抗氧化三重胶原蛋白协同樱花银杏抗糖精粹，抵御年轻肌受损问题。	樱花抗糖乳液、樱花抗糖洁面、樱花抗糖精萃水、樱花抗糖面霜	470-2380元		
亮泽SAHO	敏感肌专研，含三重胶原蛋白协同多米诺亮泽精华，提供应对暗沉斑点的美容护肤仪式。	亮泽精萃水、亮泽精华、日夜焕白霜	1080-3280元		
臻金SAHO	品牌顶奢护理，含三重胶原蛋白协同细胞抗衰科技 Skin PerfectingComplex@360 和肌肤电池 Sepitonic M3，淡褪肌肤时光印记激发修护能量。	臻金赋活面部紧致精华、眼唇精华、紧致面霜、颈霜、身体乳	-		
香氛&身体SAHO	品牌优雅精致之源，源自香水之都格拉斯，高定香氛带来的嗅觉及身体的极致护理。	三重胶原蛋白沐浴乳、赋活柔顺洗发露、赋活丰盈护发素、润手霜等	322-940元		

伊菲丹明星单品23年1-11月销售情况					
产品	成分及功效	天猫GMV (万元)	抖音GMV (万元)		
伊菲丹超级面膜JOUR*	焕颜紧致，年轻可见：三重胶原蛋白、氨基酸精粹、桑白皮提取物、乳酸薄荷酯、南法高山泉水	5,494	8,302		
伊菲丹胶原精粹水	细腻舒缓，强韧敏感肌：三重胶原蛋白、辅酶Q10、透明质酸、山茶萃取精华	15	1,128		
伊菲丹超级CP礼盒 (面膜+精粹水)		1,567	13,888		
抗老精华乳防晒隔离霜	外护内养，敏感肌精华防晒	1,343	3,734		

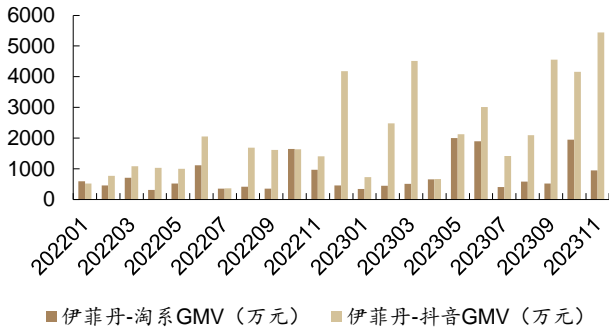
资料来源：伊菲丹品牌官方公众号、伊菲丹官网、天猫 app、久谦数据、德邦研究所

注：产品销售数据根据久谦平台整理

渠道端：线上线下共融互通，助力升级高奢品牌。伊菲丹品牌搭建全渠道体系，线下渠道夯实品牌高端定位，线上渠道逐步放量。线下渠道端重点加强在高端百货的合作布局，持续完善高端百货、高奢酒店、机场杂志等渠道布局，在全球高端百货如英国哈罗德百货预期保持高速增长；此外，全球免税渠道表现良好并将持续拓展，网点预计在 2023 年增加至 50 个，持续扩大品牌在高净值人群中的影响力。目前，杭州武林银泰 EDB 专柜表现优秀、反馈良好，提升品牌与消费者的直接触达，进一步巩固品牌心智。

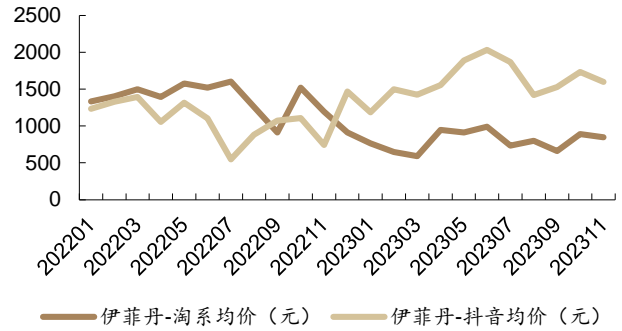
抖音架构理顺后实现高速发展。淘系+抖音双平台 23 年 1-11 月累计 GMV 为 4.15 亿元/+101%，分平台来看：1) 淘系平台：2023 年 1-11 月累计实现 GMV 为 1.03 亿元/+38%，在淘系流量承压的背景下仍维持较高的增长。2) 抖音平台：23 年 1-11 月累计 GMV 为 3.12 亿元/+137%，23 年半年报后公司在抖音及自播达播等方面发力，内部组织架构基本调整完毕，打法和策略上逐步成型，实现了抖音渠道的高增长。其中 2023 年 9 月单月 GMV 达 4559 万元，公司与达播举办“伊菲丹南法溯源活动”，取得亮眼的销售成绩。

图 11: 伊菲丹淘系/抖音 GMV 情况



资料来源: 久谦数据、德邦研究所

图 12: 伊菲丹淘系/抖音均价情况



资料来源: 久谦数据、德邦研究所

我们认为伊菲丹之于水羊具有两大意义：（1）业绩层面贡献：伊菲丹品牌 2021 年全球营收/净利润分别为 1973 万欧/549 万欧，净利率约为 28%，其中中国地区占比超 50%；23 年 H1 中国市场稳定增长，全球市场同增 97%，保持高速增长趋势。（2）经营能力验证：伊菲丹引进中国仅 4 年时间，便实现品牌快速放量、破圈，看好水羊的运营能力升级，同时未来有望通过收购模式引进更多海外小众品牌，打开成长天花板。

2.2. 御泥坊：品牌建设+大单品策略+全渠道发展，看好恢复性增长

品牌端：以传统文化为根基，品牌更上层楼。2017 年，御泥坊进行品牌形象的升级，从名称、标志到 U 型面膜袋，均做了彻底的改变，口号和理念分别从“我的御用面膜”和“宫廷御用”转变为“至纯至净，御美有方”和“独有配方，天然取材，匠心制造”，更好地诠释了企业的核心价值观。2022 年，御泥坊坚持从盛唐美学中汲取灵感，以“传盛唐、美东方”为品牌主张，定位为“传承盛唐文化的民族护肤品牌”，开展多元新唐风设计，原创盛唐体，创立盛唐文化研究院，开发“春江花月夜”产品体系，升级用户触点体验，塑造品牌心智的一致性。

图 13: 御泥坊品牌调整



资料来源: 御泥坊品牌公众号、品牌官网、德邦研究所

产品端：产品线升级，大单品逐步放量。御泥坊为公司营收和利润贡献的主要品牌之一，品牌定位及产品体系持续优化升级，以“传盛唐、美东方”为品牌主张，深耕盛唐文化，以更加年轻化的形象吸引覆盖更多消费者。产品方面，针对东

方女性肌肤问题，构建“春江花月夜”产品体系，打造兼具艺术价值及护肤功效的护肤解决方案，持续建设有梯队，有主次的大单品体系。经典单品泥浆清洁面膜热销16年，并持续推陈出新，最新推出的第八代泥浆面膜市场反馈良好。品牌联合知名院士研发出小分子玻尿酸，并以此为基础推出微800/微400玻尿酸次抛分别主打修护及抗衰功效，其中微800系列销售累计过亿，新品占比逐步提升。

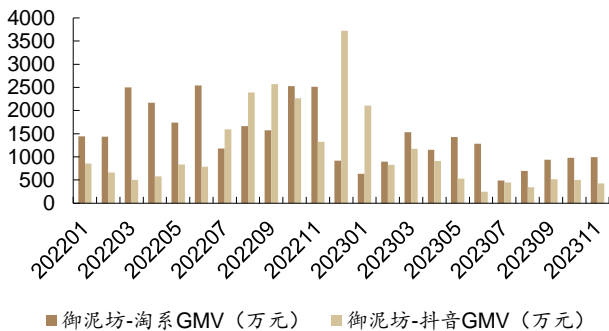
表 3：御泥坊核心产品系列概况

御泥坊品牌核心产品系列概况					
系列	功效	核心产品	主要成分及特点	售价	2023年销售额 (万元)
春风抚面	清肌拂面, 清洁防晒	第八代氨基酸泥浆精华面膜	采用伊利石提纯技术, 添加15种保湿氨基酸、8大植萃; <u>温和清洁, 不伤肌肤屏障。</u>	159元/80g	490
		绿豆泥浆精华面膜	高活性富硒绿豆低温发酵提取活性成分, 甄选天然伊利水云母深层清洁, 平衡水油, 长效控油。	159元/80g	60
江南烟雨	润泽滋养, 补水保湿	灵芝露畅饮补水面膜	添加黑灵芝发酵精华露, 角鲨烷透明质酸钠等19种成分; <u>快速补水, 持久水润。</u>	109元/20片	50
		果莓畅饮面膜	添加天然果莓精粹、苦参根提取物、甜菜碱、神经酰胺、三分子玻尿酸; <u>快速补水, 保湿润肤。</u>	79元/20片	220
花开似玉	盛世亮颜, 提亮肤色	牡丹聚光慕油精华次抛	添加100%高纯牡丹籽油、烟酰胺、VC-IP亲肤油脂; <u>焕亮肌肤, 饱满紧致, 滋养润泽。</u>	419元/20支	40
		金桂花淡纹紧致眼膜	添加天然金桂精粹, 心造亲肤膜布, 360眼膜设计-锁住肌肤水, <u>缓解眼周干燥。</u>	109元/60片	90
月白如霜	光润似玉, 安心美白	美白弹嫩淡斑面膜	添加99.7%高纯度烟酰胺, 光果甘草、桑根等五大植物精粹使用降解白玉膜布; <u>源头抑黑, 精准美白, 高能净化斑点。</u>	139元/10片	150
		焕亮月光素颜霜	添加莲花提取物、烟酰胺、泛醇三重玻尿酸; <u>均匀肤色, 光泽透亮, 持久水润, 易抹不掉妆。</u>	99元/50g	60
夜舞倾城	御守时光, 修护抗衰	微400玻尿酸次抛修护精华	添加2%400Da玻尿酸、10%胶原蛋白, 2%依克多因、0.2%羟基积雪草甙; <u>直击细纹, 紧致全脸, 温和抗老。</u>	559元/20支	30
		微800玻尿酸次抛修护精华	添加2%高浓度800Da玻尿酸、2%依克多因、0.2%羟基积雪草甙; <u>直击干敏红, 强韧表皮层。</u>	399元/20支	210

资料来源：御泥坊品牌天猫官方旗舰店、久谦数据、德邦研究所
注：数据截止至2023年7月16日

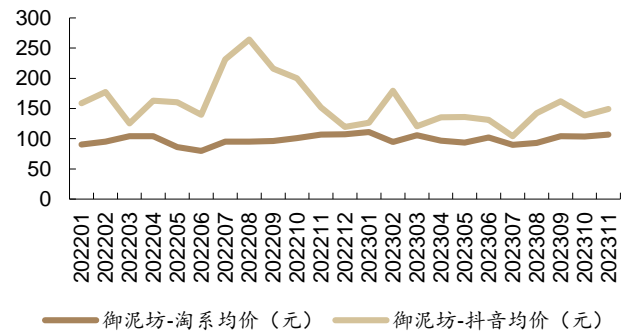
渠道结构：起家于淘系，抖音占比逐步提升。御泥坊品牌渠道结构较为多元化，涵盖线上的淘系、抖快、京东、唯品会、拼多多以及线下的屈臣氏、沃尔玛等卖场。2023年1-11月淘系及抖音均下滑超过40%，电商渠道略有承压，渠道转型阶段。品牌错峰大促月进行种草投放，抖音均价高于淘系，抖音平台均价主要在130-200元之间波动，淘系均价较稳定在100元上下。

图 14：御泥坊淘系/抖音 GMV 情况



资料来源：久谦数据、德邦研究所

图 15：御泥坊淘系/抖音均价情况



资料来源：久谦数据、德邦研究所

早期经过淘宝平台崛起红利，御泥坊主品牌孕育而生、发展壮大，近些年面临品牌老化等多重问题，但我们看到2023年公司对御泥坊品牌持续升级调整，23年前三季度围绕品牌建设，坚定走东方专业护肤品之路；产品体系方面，多品类发展产品矩阵，在稳定渠道发展及大单品培养上发力；渠道运营方面，核心是

改善经营质量，错峰大促月进行种草投放，缩小成本，实现全渠道发展。董事长戴跃锋开始亲自负责御泥坊品牌，我们看好品牌升级完成后，2024 年年初品牌的全新品牌体系！

2.3. 其他自有品牌：扭亏为盈华丽逆袭，有望成为新增长点

大水滴：专注熬夜护肤细分赛道，实现突破式增长。大水滴品牌定位主打熬夜护肤场景，全系列产品中均特别添加专为熬夜肌肤研制的成分——肌肤时钟调节精华 Clock-f。品牌围绕不同熬夜肌肤问题推出 22 点基础护理、0 点密集护理及 3 点紧急护理的产品体系，并成功通过点涂祛痘精华细分品类切入市场，2022 年大单品祛痘精华销售量超 200 万瓶。品牌通过鲜明定位及爆品打造实现良好增长，2022 年品牌年增速超 1400%，2023 年 H1 扭亏为盈，期待后续大单品祛痘精华 2.0 和特殊精华的组合发力。

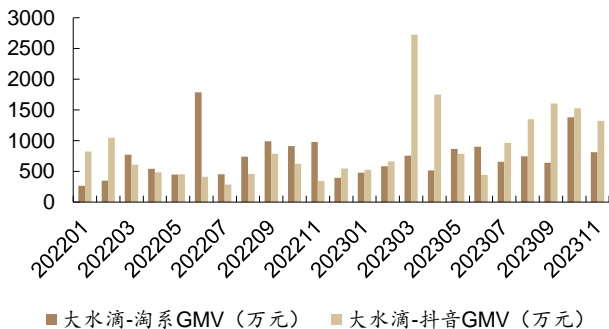
表 4：大水滴核心产品系列概况

系列	针对情况	核心产品	主要功效	售价
22点晚安系列	熬夜初损伤 修护+防护	22点熬夜微乳面膜	微乳补水，滋养修护	139.9元/5片
		22点熬夜小奶泡	温和清洁	99.9元/100g
		22点熬夜防护盾	保湿锁水，强韧屏障，舒缓维稳	139.9元/50g
		22点熬夜稳定水	舒缓维稳，补水保湿	139.9元/130ml
0点深夜系列	长期熬夜问题 功效性护理	0点美白精华	全脸提亮，保湿祛斑	179.9元/18ml
		0点调色精华	改善暗沉，淡化红印	189.9元/15ml
		0点熬夜霜	抗氧提亮，紧致修护	389.9元/50g
		0点熬夜眼霜	减淡暗沉，改善干纹	369.9元/18g
3点未眠系列	熬夜突发性问题 急救护理	3点祛痘精华	祛痘淡印	99.9元/10ml
		3点特舒精华	修护屏障，祛痘舒缓	169.9元/15ml
		3点次抛精华	表层修红，修复屏障	439.9元/24ml
		3点修立方乳	修护油敏，改善屏障	199.9元/50ml

资料来源：大水滴品牌天猫官方旗舰店、德邦研究所

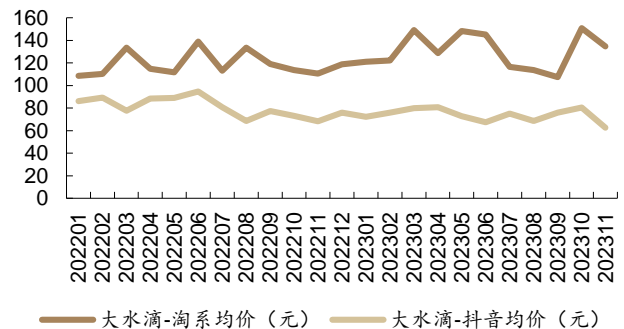
大水滴品牌在线上淘系/抖音渠道销售相对较为均衡，23 年 1-11 月淘系+抖音累计 GMV 为 2.2 亿/+51%，其中淘系 GMV 为 0.84 亿/+1.2%、抖音 GMV 为 1.37 亿/+115%。其中，抖音作为重点布局的渠道，品牌布局自播建设，单价较低但销量高，淘系均价在 100-150 元之间，抖音均价在 60-80 元区间。

图 16：大水滴淘系/抖音 GMV 情况



资料来源：久谦数据、德邦研究所

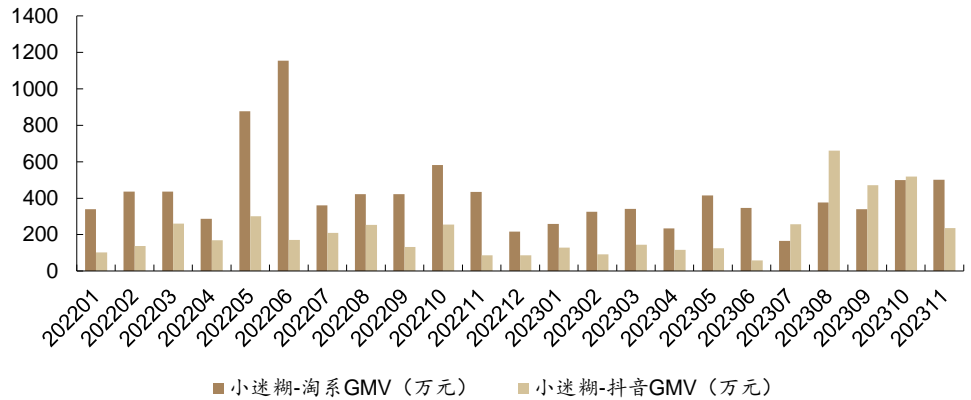
图 17：大水滴淘系/抖音均价情况



资料来源：久谦数据、德邦研究所

小迷糊：聚焦年轻肌护理，达人推荐再畅销。小迷糊创立于2014年，定位于年轻肌精简护理专家，倡导科学护肤不过度，深入研究年轻肌目标群体的肌肤护理需求。其专研年轻肌屏障养护专利成分肌肤源力因子，能有效维稳年轻肌健康肌肤状态，单品洁颜蜜上线即获一众达人、用户高度口碑认可与推荐，实现抖音洁面产品热卖金榜TOP5。2023年以来，持续上新3款产品，防晒乳、控油露、卸妆膏，强力研发丰富产品品类。

图 18：小迷糊淘系/抖音 GMV 情况



资料来源：久谦数据、德邦研究所

2.4. 代理业务：以全要素 CP 模式夯实优势，“1+5+N”代理结构稳定

代运营业务采取 CP 模式，快速成为头部服务商。公司 2018 年推出独立开放平台“水羊国际”，通过在中国市场的全域服务能力及深度孵化品牌能力，为海外进入中国市场的美妆品牌提供资本、品牌、产品、渠道等多维度的一揽子解决方案，注重代理品牌中长期发展策略；独创全新 CP 模式 (China Partner)，采取全要素、全渠道的高粘性服务模式，快速拓展品牌成长为头部服务商，目前已合作超 50 个品牌。凭借多年的互联网电商运营经验快速发展，在店铺运营、营销策划、仓储物流等方面均具备优势。

图 19：公司主要合作代理品牌概览



资料来源：公司官方公众号、德邦研究所

公司的全要素全渠道的代运营模式具备较高粘性，多重优势奠定发展基础。公司在 2018 年即拥有近 600 人的电商运营团队，且团队执行力强，反应迅速，员工整体偏年轻；多年来与电商平台的合作奠定了良好基础。相较于国内其他代运营公司，公司以品牌起家，对传播方式和运营的理解有优势。公司在选择代理品牌时以采销模式为主，在渠道运营及定价方面自主性更强，有利于发挥在线上运营的优势，且一般要求独家代理，更方便对各渠道的管理。

表 5：公司全要素全渠道 CP 模式概览

	项目	特点
全要素	品牌	基于中国美容市场的发展趋势，理解、放大、优化各品牌基因建立清晰有效的品牌定位，准确传递品牌心智，并将其适配和应用在中国市场，挖掘并打造了 KIKO 意大利潮妆定位、伊菲丹高奢品牌心智、LUMENE 极地天然的品牌形象以及城野医生医美品牌理念
	产品	水羊国际搭建差异化的产品矩阵，建立完善的产品体系及打造极具辨识度和吸引力的爆款，已孵化了如伊菲丹超级面膜、城野医生 377、KIKO 干湿粉饼等 40 多个现象级产品，为品牌健康长期发展提供支撑
	市场	水羊国际具备完整的达人体系、媒介体系、内容体系，通过自有 MCN 公司的强孵化能力及同各个媒体渠道的深度合作，为品牌打造高质量的营销策略及实现 100% 的媒体曝光，高效地帮助品牌触达目标受众。拥有 3200 平，超 60 个专业直播基地，集平面拍摄、视频、直播承接于一体，每间直播间配备 10W+ 专业设备及 20W+ 摄影设备，现有在库达人 12000+、主播 200+。
	运营	水羊国际拥有 16 年的美妆会员运营经验，为合作的所有高端品牌搭建了专属的会员运营体系，如伊菲丹现已积累超过 20 万的精准高端会员私域池，高级会员可享受线下 SPA 服务、高端沙龙分享会、3 合一的专属美妆咨询团队及会员惊喜礼包，会员复购率超过行业 50% 以上。
	供应链	水羊国际拥有 16 年仓配物流运营经验，在中国建立了完善的仓配物流体系，包括智能分仓系统，全系仓库配备智能拣货机器人，全国设置 20 个仓储配送中心，共 14 个国内仓、6 个合作保税仓。同城下单后可实现 8 小时内送达，14 个核心城市下单后可实现 24 小时内送达，全国 48 小时内送达率高达 95%。
全渠道	线上	线上渠道能力全网领先，覆盖率达 100%，销售能力位列前茅，多次获得“天猫金妆奖”、“京东年度面膜销售冠军品牌”等平台奖项；各线上渠道为水羊国际设立快速入驻通道。
	线下	目前水羊国际已与 6000 多个线下渠道建立合作关系，包括 SKP, Lane Crawford, 王府井等；豪华酒店类已合作 ROSEWOOD HOTEL、喜来登、嘉佩乐及高端水疗会所 Yuki Spa 等；合作多家优质美妆集合店如丝芙兰, Joyce Beauty, Little B, 屈臣氏及药妆连锁店。
数字化驱动 市场营销系统、客户服务系统、渠道管理系统、会员管理系统、数据洞察系统、供应链管理系统		

资料来源：公司官网、德邦研究所

“1+5+N”代理结构稳定，品牌矩阵持续丰翼。代理业务背靠强生不断深化合作已形成 1+5+N 的结构，未来有望持续拓展。其中：

1 指深度绑定强生集团，是水羊代理业务的基本盘，增长稳定。公司与强生集团 2017 年首次达成战略合作，并陆续成功打造城野医生爆款产品 Labo 毛孔收缩水、377 美白精华等，得益于城野医生中国区品牌成功重塑，公司陆续承接强生旗下 OGX、大宝、李施德林、露得清等重点品牌。2020 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，全面涵盖整个消费品板块。2023 年 Q3，公司已完成与强生消费品科赴中国的新一轮的战略合作续约，未来将长期保持稳定的合作关系。

5 指护肤、彩妆、个护、香水、健康食品等主要品类，已实现多品类布局且每个品类都有代表性品牌。彩妆品类表现突出，2022 年孵化米兰秀场彩妆品牌 LORD & BERRY，覆盖年轻彩妆人群，品牌热度稳步增长，中国市场规模实现近 500% 增长，核心单品超模粉底液稳居天猫进口粉底液排行榜 TOP2；意大利彩妆品牌 KIKO，大单品防晒粉饼稳居淘系粉饼类目产品 TOP1。香品类开始发力，法国艺术高奢香水品牌 MEMO 2023 年持续进行小众、高奢美妆全渠道拓展，入驻国内高端百货的同时，线上影响力不断扩大，在抖音渠道实现同比 1000% 增长。

N 指代理多个海外小众优质品牌，通过较强话语权享受成长红利，2023 年将持续释放业绩，良性改善水羊国际营收结构。通过投资与控股构建国际化高端品牌矩阵。大量的海外小众品牌迎合了中国新一代消费者对个性化和新奇的追求，具备巨大增长潜力，公司稳步增加代理品牌数量：2021 年引入国际著名药妆品牌 Cellex-C，代理西班牙专业皮肤管理院线品牌美斯蒂克 mesoestetic，2022 年收购原有代理品牌法国高奢抗衰品牌 EDB，并完成对法国轻奢品牌 PierAuge 的投资及中国业务的收购，加强海外研发、供应链及高端渠道拓展能力，2023 年与瑞士顶尖科技抗衰品牌妮尚希签约，坚定布局高端市场。

图 20：公司与强生旗下部分品牌合作概览



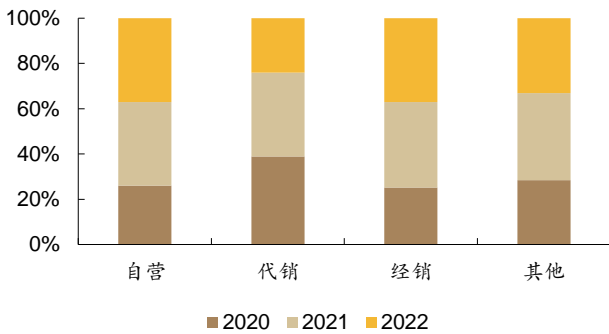
资料来源：公司官网、德邦研究所

3. 水羊有何变化？渠道转型+研发升级+管理调整

3.1. 渠道端：强化数字化运营，积极布局新兴渠道

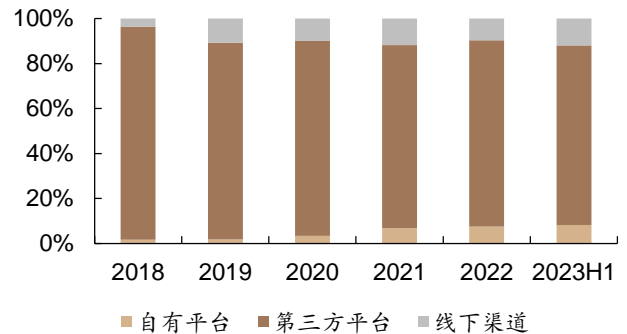
自营仍为主要销售模式，抖音运营有望高增。销售模式包括自营、经销和代销三种模式，公司销售框架相对稳定：线上渠道中，以天猫、淘宝、抖音为代表的自营模式仍占主导，营收占比逐年提升，以唯品会为代表的代销模式占比缩减至22年8%，以京东为代表的经销模式及其他占比持衡；线下销售主要通过直营店、经销及代销模式进行销售。

图 21：公司各销售模式营收占比



资料来源：公司公告、德邦研究所

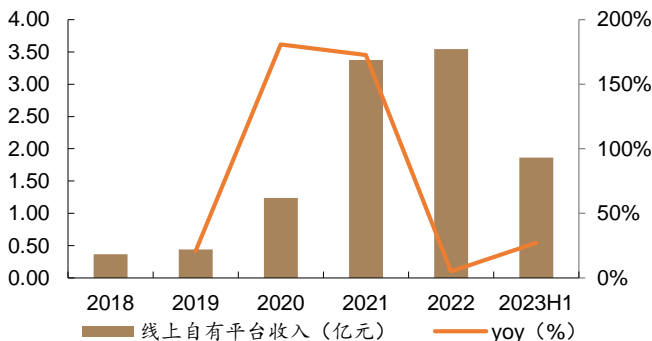
图 22：公司各渠道营收占比



资料来源：公司公告、德邦研究所

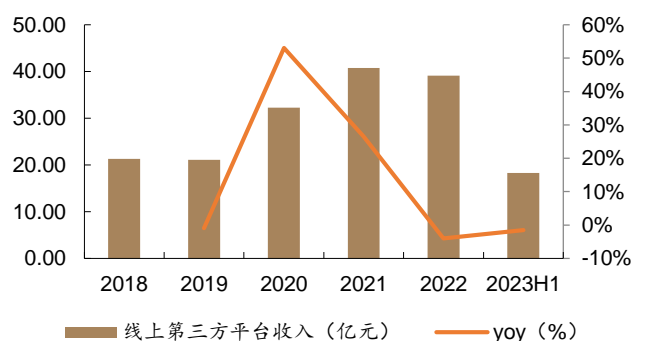
数字化运营经验丰富，及时把握新兴渠道红利。公司以线上为主，2023年H1线上自有平台及第三方平台收入分别1.86亿/18.29亿，同比分别+1.47%/-4.56%，占比总营收分别为8%/80%；线下营收2.74亿，占比12%。公司及时把握新兴渠道流量红利，以淘宝起家，率先开设天猫旗舰店，而后切入到京东、唯品会等淘外平台。目前线上渠道销售分为自有平台和第三方平台，自有平台主要为自营模式，占比较小，但维持高速增长；第三方平台包括自营、经销和代销三种模式，占据主导地位，以淘系平台为主并逐步加强新型社交电商、新媒体渠道的布局。此外，积极拓展线下及海外渠道，如万宁、东南亚主流平台 Lazada、Shopee 等。

图 23：公司线上自有平台收入及增速情况



资料来源：公司公告、德邦研究所

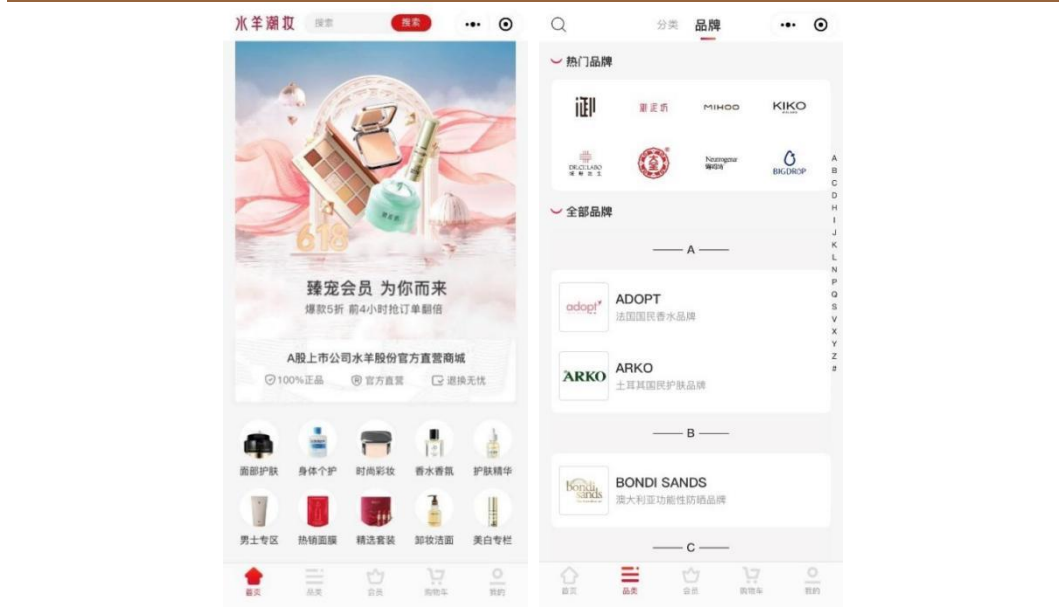
图 24：公司线上第三方平台收入及增速情况



资料来源：公司公告、德邦研究所

1) 自有平台：自有平台运营卓有成效，营收占比由 2018 年仅 2%，于 23 年 H1 增至 8%，增强用户黏性、降低引流成本。其中，以自有小程序水羊潮妆为代表，旨在成为支付宝美妆零售类小程序 TOP1，2021 年实现新增用户超千万；B 端合作平台水羊直供打造品牌权益包体系，2021 年新入驻合作分销商过万家，赋能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。

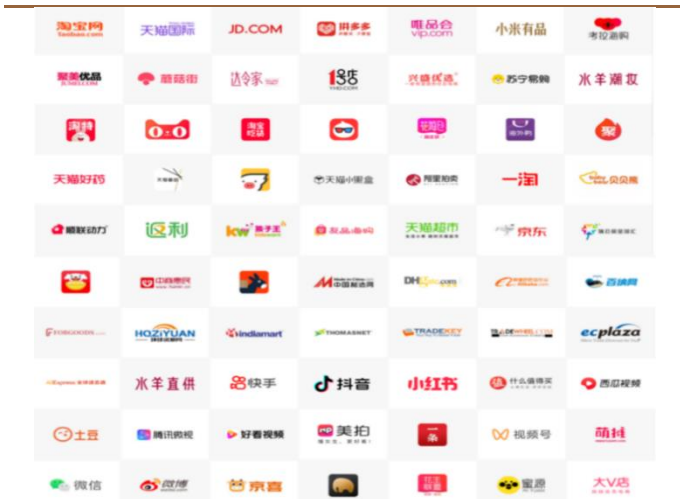
图 25：公司自有小程序水羊潮妆概览



资料来源：公司官方小程序，德邦研究所

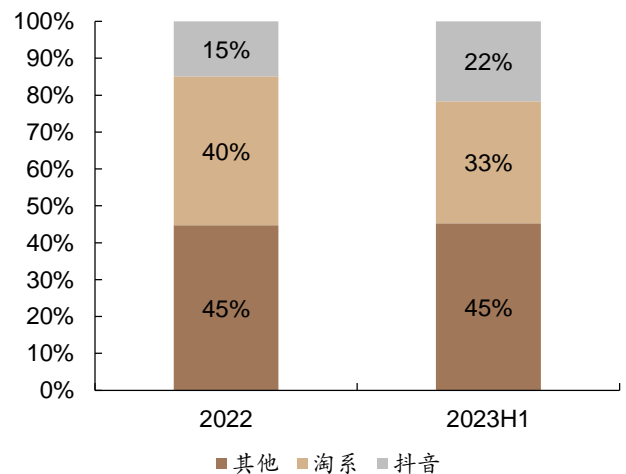
2) 第三方平台：除淘系主场外，公司逐步加强新型社交电商、新媒体渠道的布局，联合抖音主播直播贡献 GMV，小红书平台合作 KOL 推荐打造爆品等。公司旗下拥有多个品牌，在和主播的合作时可提供更多选择。公司与超头主播保持良好沟通，但在合作上相对谨慎；与腰部主播进行多元体系化的合作，面对市场上众多腰部主播逐步加强体系化的沟通和管理。目前，第三方平台收入占比超 80%：淘系平台保持主要平台营收优势；抖音新型社交电商平台特殊性突显，成长性优秀，营收占比由 22 年 15% 提升至 23H1 的 22%。随着后续公司加强抖音平台内容运营及打法调整，期待未来营收表现。

图 26：公司具备丰富的线上多平台运营经验



资料来源：公司官网、德邦研究所

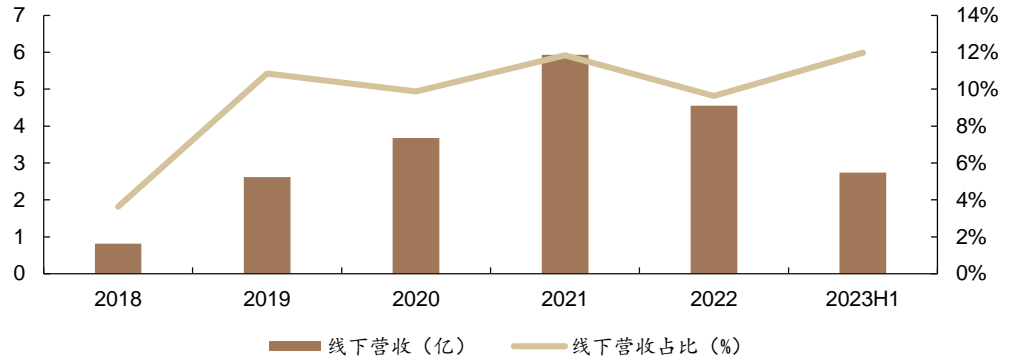
图 27：淘系与抖音营收占比



资料来源：公司公告、德邦研究所

多元布局线下渠道，发挥协同优势。线下渠道上，公司与屈臣氏、万宁、沃尔玛、永辉等线下渠道深入合作，覆盖百货、超市、CS店等零售终端渠道，建立线上线下融通的销售渠道，有助于进一步发挥规模优势。线下销售收入 21 年前保持高速增长，2021 年线下渠道业绩实现翻倍增长，达 5.93 亿元，面膜类销售在屈臣氏国货类别位居前二，2020-2023H1 期间线下营收占比维持在 11% 上下。

图 28：公司线下营收逐步提升

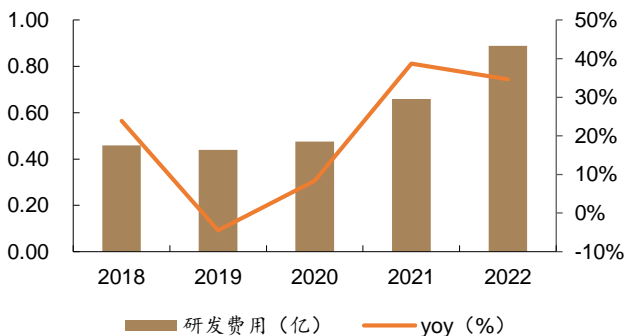


资料来源：公司公告、德邦研究所

3.2. 研发端：持续加码奠定发展基础，生产优势稳步夯实

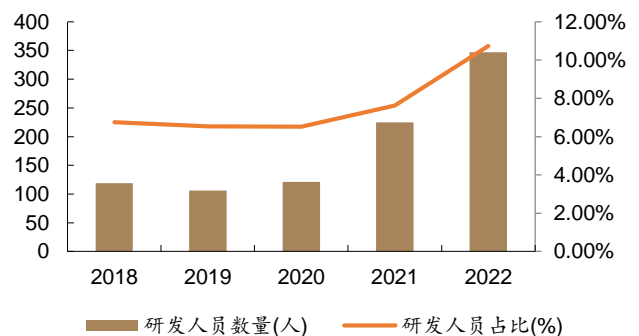
研发投入持续加大，搭建完整的研发体系。公司坚持“双科技”战略（即研发赋能品牌，数字赋能组织），研发投入稳步加大，2022 年研发费用同增 35% 至 0.89 亿元，研发人数量年内增至 347 人，公司在上海、长沙建有科学研究中心，搭建了较完善的研发体系，现已形成由首席科学家为学术带头人的人才梯队，研发团队从原料研发、基础研究、工艺研发、配方研发等进行细分，按照细分品类搭建研发中心，如面膜研发中心、精华研发中心、洁面研发中心等，并打造原料开发创新平台、产品开发服务平台、前沿科技研究平台和研究院。此外，外部产学研方面，公司与江南大学、中国农业科学院麻类研究所、中南大学、湘雅二医院等机构深入合作，加强创新原料开发及生产工艺创新，在发酵原料、功效因子开发及纳米载体开发等方面取得多项阶段性进展。同时，公司也注重拓展国际化先进制造与高端研发，伊菲丹拥有国际化的博士研发团队。

图 29：公司研发费用及研发费率情况



资料来源：公司公告、德邦研究所

图 30：公司研发人数及占比情况



资料来源：公司公告、德邦研究所

聘任首席科学家加强发力基础研究，研究成果有效赋能产品力。公司建立了院士专家工作站，2022 年聘请陈坚院士为首席科学家。陈坚院士作为合成生物学领军人，深耕发酵工程领域 40 余年，在多项发酵微生物筛选技术上取得重大成就，多次获得国家科技进步奖、国家技术发明奖等。公司核心研究围绕生物合成原料、发酵原料、植物原料、纳米包裹原料展开，已掌握多项行业独有而先进的技术配方，如 Anti-Time 400 HA、灵芝发酵液、黑参提取物等。公司与陈坚院士合作多年，微 800 和微 400 透明质酸次抛精华均由陈坚院士及其团队的研发成果转化而来，主要技术为从水蛭基因中筛选出表达透明质酸酶的基因片段再植入到酵母菌中表达，得到透明质酸酶并验证酶切效果，获得全球首个水蛭透明质酸酶的基因序列并成功表达，市场销售表现良好。此外，公司针对熬夜肌、压力肌等不同皮肤类型进行专项深入研究，打造更匹配的产品解决方案。

图 31：公司聘请陈坚院士作为首席科学家



资料来源：公司官方公众号、德邦研究所

表 6：不同分子量透明质酸特点

分类	颗粒大小 (道尔顿)	功效
大分子	100~200 万	皮肤难吸收，主要在皮肤的表面成膜，保湿效果有限
中分子	10~100 万	
小分子	3000~1 万	可部分被角质层吸收，起到补水保湿及角质层修复的效果
超小分子	400-3000	渗透率和功效显著提高
全球最小分子透明质酸	400	更细： 最小达 400 道尔顿、长 1.2nm 更透： 因为足够小，具备更高的渗透能力，透皮吸收率高达 92.6%； 更快： 渗透速率较小分子透明质酸高 113%，更快透过角质层，到达真皮层； 更强： 舒缓改善率提升 36.21%，修护改善率提升 21.08%，皱纹减少 23.18%。

资料来源：公司官方公众号、德邦研究所

智能制造减少外协依赖，规模效应下有望提升毛利率。公司的产品生产过往以委托加工为主，于 2018 年投资 8 亿元建设集面膜的研发、设计、生产、物流等于一体的全球膜智能生产基地“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。2023 年 4 月，公司投资 14 亿元打造的水羊智能制造产业园开园，建有目前全球单体面积最大的美妆生产工厂，预计投产后将开发面膜、水乳、膏霜等近 50 条生产线，年产值近 40 亿元。投入运营后将有效减少对外协工厂的依赖，同时控制生产成本，赋能加速新品研发进程，为品类结构的调整优化提供生产技术支持。

数字化生产+个性化定制，奠定增量基础。公司智能化制造及商业化能力持续加强，主要体现在：1) 数字化生产：采用行业顶配的全套德国乳化均质器，一个智能储罐最高可以待生产 216 吨半成品，平均效率较手工生产线提高 3 倍，较半自动线提高 1 倍。产品可自动包装，进入自动装盒、自动赋码、自动称重、装箱和贴标等；2) 个性化定制能力：依托超 6000 万用户肌肤数据分析与超 30 万消费者的皮肤状态的数据库，研究团队已细分 1620 种东方人的肌肤形态并有效匹配 1620 种配方。目前，“水羊智造”已投产 20 余条生产线，在 50 条生产线全面投产后，年产值预计近 40 亿元。数字化与个性化使公司能快速反应市场及消费

者的需求，并提供量产的护肤解决方案，除了满足自身产量需求之外，还有助于打通产品从研发到上新的路径，保障了研究成果的量产，从而提高产品的竞争力，加固品牌护城河。

图 32：水羊智能制造产业园概览



资料来源：公司官方公众号、德邦研究所

图 33：水羊股份制造工厂



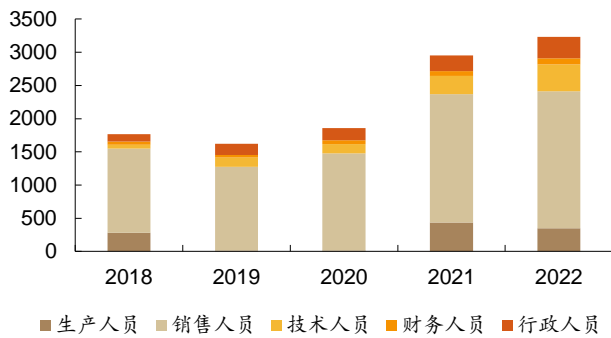
资料来源：公司官方公众号、德邦研究所

3.3. 管理端：“271”考核优化生产，三重激励稳定骨干

法人治理结构完善，部门架构清晰。1) **法人治理结构完善**：公司建立了董事、高级管理人员绩效评价与激励约束机制，定期召开股东大会，及时披露公司信息，维护投资者与利益相关者利益。其中，董事会设董事 7 名，含 3 名独立董事；监事会设监事 3 名，含 2 名职工监事。2) **部门架构清晰**：公司供应链管理部下设采购部门与生产计划部门，采购部门负责公司原料和包装材料等物资的采购工作，生产计划部门根据实际需要采用自产及委托加工的方式安排生产。公司另设销售部门与营销部门，前者负责线上线下对外销售，后者注重品牌和产品的市场营销工作。水羊创新研发中心主要负责技术研发，整合全球科学研究资源，与国内外知名大学、研究所以及专家（包括院士）合作。

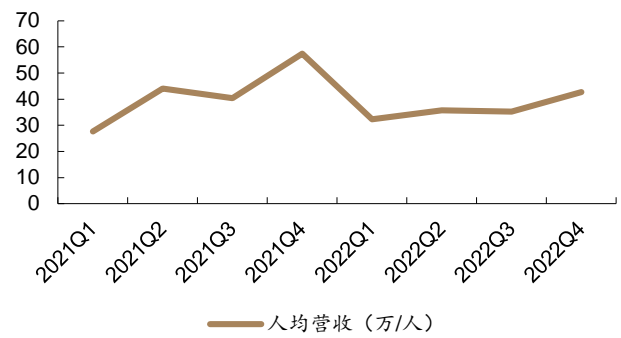
数字化赋能管理，激励及考核体制优化架构。1) **数字化管理**：公司始终坚持数字赋能组织的发展战略，智能化整合人力资源、价值观、行政、财务等各板块，统筹管理超三千名员工的集团，提高业务开展、管理决策的效率及能力。2) **人才培养**：秉承着“人成事，事成人”的人才理念，公司始终重视对于员工以及管理人员的引进、培养及激励。在人才激励方面，公司持续构建多元激励体系，除多种专项激励计划外，通过工资+多元化奖金体系+中长期激励（如股权激励等）三重激励方式，激发员工创造力与积极性。在人才考核方面，公司贯彻“271”考核制度，奖励热爱行业、认可公司、表现优异的前 20%，淘汰不适合相应体制的后 10%。受公司战略及经营计划调整影响，公司整体员工人数稳步上升，仅生产部门员工数量有所缩减，由 2021 年的 434 名减少至 2022 年末的 350 名，实现内部优化，进一步提高生产效率。组织结构优化、人效提升明显，2023 年 Q3 管理费用率 3.89%/yoy-0.71%。

图 34：公司员工岗位构成



资料来源：公司公告、德邦研究所

图 35：公司人均营收变化情况



资料来源：公司公告、德邦研究所

发布股权激励绑定核心骨干，增强长期发展信心。公司于 2019 年 4 月推出股票期权与限制性股票激励计划，共计 866 万份，约占总股本的 3.18%。激励对象共 787 人，包括董事、高管、核心技术人员等，2019 年受业务调整影响未能完成业绩目标，2020/2021/2022 年公司营收 37.15/50.10/47.22 亿元，均超额完成目标。2021 年 3 月推出第二轮激励计划，首次授予限制性股票总量 1000 万股，首次授予激励对象 500 人，根据岗位薪酬结构分两类，第一类共 410 人，第二类共 90 人。对公司和个人业绩做出要求，2021 年公司营收 50.10 亿元，剔除激励成本后的净利润为 2.60 亿元，同比增速超 80%，第一轮激励计划中，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/解除限售条件达成；第二轮激励计划中第一个归属期归属条件已满足，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。2023 年 7 月推出第三轮激励计划，拟向不超过 345 位激励对象，授予限制性股票合计约 326.89 万股，占总股本的 0.84%，两期归属条件为 2023 年净利润不低于 3 亿/yoy+140%，24 年不低于 4 亿/yoy+33%。股权激励计划有助于深度绑定核心骨干人才，提升员工积极性，促进长期可持续发展。

表 7：水羊股份三期股权激励概况

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； 2020年营业收入不低于31.5亿元； 2021年营业收入不低于36亿元； 2022年营业收入不低于40.5亿元	股票期权347.67万股； 限制性股票345.27万股	787人授予股票期权,786人授予限制性股票
		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； 2021年营业收入不低于36亿元； 2022年营业收入不低于40.5亿元	股票期权86.82万股； 限制性股票86.32万股	
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3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410人,第二类激励对象90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%	
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
2023年限制性股票激励计划	2023年7月	第一个归属期	2023年净利润不低于3.00亿元	50%	不超过345人授予限制性股票
		第二个归属期	2024年净利润不低于4.00亿元	50%	

资料来源：公司公告、德邦研究所

4. 盈利预测及投资建议

预计水羊股份未来将重点布局水乳膏霜系列，且随着御泥坊逐渐转型升级，以御泥坊为代表的面膜品类也有望取得加速增长，我们对主要产品业务假设如下：

- **水乳膏霜**：已经发展为公司第一大品类，且伊菲丹、大水滴等品牌高速增长，将有望贡献水乳膏霜类目更高增速，考虑 2023 年伊菲丹放量且成长性延续，且 2024 年 Pier Augé 将接力，综合预计 2023-2025 年营收增速分别为 +15%/+15%/+12%，对应营收为 40.39 亿/46.45 亿/52.02 亿；
- **面膜**：御泥坊阶段性承压带来面膜品类增速大幅下滑，23H1 营收 4.54 亿/yoy-0.5%、基本稳定，考虑未来御泥坊将逐步调整到位，品牌有望逆势回升带动品类重回正增长趋势，综合预计 2023-2025 年营收增速分别为 +0%/+8%/+6%，对应营收为 9.05 亿/9.78 亿/10.36 亿；
- **品牌管理服务**：预计 2023-2025 年营收增速分别为 +5%/+5%/+5%，对应营收为 2.87 亿/3.02 亿/3.17 亿；

综合预计水羊股份 2023-2025 年营收分别为 52.66 亿/59.62 亿/65.97 亿，对应增速分别为 +11.5%/+13.2%/+10.6%；我们预计随着水乳膏霜品类中的产品逐渐升级，高客单产品占比提升，以及整体毛利率更高的面膜品类止跌后，有望带动整体毛利率提升，预计 2023-2025 年毛利率分别为 56.85%/57.39%/58.01%。

表 8：水羊股份盈利预测（百万元，%）

		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入		5,010.12	4,722.39	5,266.01	5,962.08	6,596.97
	yoy	34.9%	-5.7%	11.5%	13.2%	10.6%
	毛利	2,608.58	2,508.37	2,993.77	3,421.63	3,826.66
	毛利率%	52.07%	53.12%	56.85%	57.39%	58.01%
水乳膏霜		3,238.53	3,512.22	4,039.05	4,644.91	5,202.30
	yoy	69.3%	8.5%	15.0%	15.0%	12.0%
	%营收	64.6%	74.4%	76.7%	77.9%	78.9%
	毛利	1,383.03	1,715.39	2,140.70	2,508.25	2,861.27
	毛利率%	42.7%	48.8%	53.0%	54.0%	55.0%
面膜		1,421.41	905.15	905.15	977.56	1,036.22
	yoy	-7.9%	-36.3%	0.0%	8.0%	6.0%
	%营收	28.4%	19.2%	17.2%	16.4%	15.7%
	毛利	907.34	523.76	588.35	635.42	673.54
	毛利率%	63.8%	57.9%	65.0%	65.0%	65.0%
品牌管理服务		330.04	274.04	287.74	302.13	317.24
	yoy	32.0%	-17.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	%营收	6.6%	5.8%	5.5%	5.1%	4.8%
	毛利	306.60	252.1168	264.72	277.96	291.86
	毛利率%	92.9%	92.0%	92.0%	92.0%	92.0%
其他主营业务		20.15	30.97	34.07	37.47	41.22
	yoy	115.0%	53.7%	10.0%	10.0%	10.0%
	%营收	0.4%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
	毛利	11.61	17.10	18.74	20.61	22.67
	毛利率%	57.6%	55.2%	55.0%	55.0%	55.0%

资料来源：公司公告、德邦研究所

注：品牌管理服务的毛利率 2022 年来自于预测数值

考虑水羊股份拥有自有品牌及代理品牌业务，我们分业务选择可比公司对标：

- (1) **品牌商**：选择珀莱雅、贝泰妮、华熙生物、巨子生物、丸美股份、上海家化对可比公司，归母净利润 3 年 CAGR 均值为 26.7%，最新收盘价对应 2023-2025 年平均 PE 分别为 28.6X/22.7/18.2X，其中珀莱雅为 34.5X/26.1X/20.5X。相较于可比公司而言，水羊股份的伊菲丹处于放量阶段，子品牌大水滴及小迷糊品牌逐渐调整升级、进入利润释放阶段，御泥坊品牌的转型升级有望于今年年内逐步看到成效，综合来看保持一定成长性。
- (2) **代运营**：选择壹网壹创、丽人丽妆、若羽臣为可比公司，最新收盘价对应 2023-2025 年平均 PE 分别为 32.9X/27.5X/23.5X；相比之下，水羊股份合作客户强生保持稳定增长，代理海外小品牌保持较高增速，我们认为公司“从代运营收购转变为自营”逻辑逐步跑通，未来品牌矩阵搭建拥有更高想象空间。

我们认为水羊股份搭建自有品牌“2+2+N”矩阵，御泥坊转型调整、静待利润释放，高利润率的伊菲丹放量增长，大水滴及小迷糊逐步扭亏，而公司的代运营业务同样稳健增长，我们看好公司利润逐步释放，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 3.09 亿/4.03 亿/5.57 亿，对应 PE 分别为 20.1X/15.4X/11.2X，参考可比公司平均估值情况，首次覆盖给予“增持”评级。

表 9：水羊股份及可比公司盈利预测及 PE 对比（收盘价为 2023 年 12 月 22 日）

板块	代码	简称	股价	归母净利润（亿）					PE			
				2022	2023E	2024E	2025E	复合增速	2022	2023E	2024E	2025E
化妆品品牌商	603605.SH	珀莱雅	95.85	8.17	11.03	14.56	18.55	31.4%	46.5	34.5	26.1	20.5
	300957.SZ	贝泰妮	65.23	10.51	12.56	16.45	21.68	27.3%	26.3	22.0	16.8	12.7
	688363.SH	华熙生物	63.63	9.71	8.13	9.59	11.54	5.9%	31.6	37.7	32.0	26.6
	2367.HK	巨子生物	33.15	10.02	13.23	16.61	20.88	27.7%	30.3	22.8	18.1	14.4
	603983.SH	丸美股份	24.17	1.74	2.80	3.57	4.43	36.5%	55.6	34.6	27.1	21.9
	600315.SH	上海家化	21.00	4.72	7.11	8.86	10.71	31.4%	30.1	20.0	16.0	13.3
		行业均值							26.7%	36.7	28.6	22.7
化妆品代运营	300792.SZ	壹网壹创	24.60	1.80	2.42	2.95	3.41	23.7%	32.6	24.2	19.9	17.2
	605136.SH	丽人丽妆	10.45	-1.39	1.90	2.35	2.88		-30.0	22.0	17.8	14.6
	003010.SZ	若羽臣	20.54	0.34	0.48	0.56	0.65	24.4%	74.4	52.3	44.9	38.7
		行业均值							24.04%	25.7	32.9	27.5
	300740.SZ	水羊股份	15.97	1.25	3.09	4.03	5.57	64.7%	49.8	20.1	15.4	11.2

资料来源：公司公告、德邦研究所预测

注：珀莱雅、贝泰妮、华熙生物、巨子生物、上海家化 23-25 年归母净利润来自于德邦研究所预测，其余来自于 wind 一致预期，采用 0.92 港币兑人民币汇率

5.风险提示

行业需求增长不及预期；行业竞争加剧导致获客成本攀升；公司主品牌升级转型进程不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.32	0.79	1.04	1.43
每股净资产	4.48	5.03	5.76	6.76
每股经营现金流	0.05	1.03	0.97	1.74
每股股利	0.10	0.24	0.31	0.43
价值评估(倍)				
P/E	47.25	20.14	15.42	11.16
P/B	3.37	3.17	2.77	2.36
P/S	1.32	1.18	1.04	0.94
EV/EBITDA	32.02	15.33	12.37	8.93
股息率%	0.7%	1.5%	1.9%	2.7%
盈利能力指标(%)				
毛利率	53.1%	56.9%	57.4%	58.0%
净利润率	2.6%	5.8%	6.7%	8.3%
净资产收益率	7.2%	15.8%	18.0%	21.2%
资产回报率	3.4%	8.4%	9.5%	12.6%
投资回报率	4.6%	10.9%	12.5%	15.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-5.7%	11.5%	13.2%	10.6%
EBIT 增长率	-46.9%	153.2%	24.8%	35.5%
净利润增长率	-47.2%	147.5%	30.6%	38.1%
偿债能力指标				
资产负债率	52.4%	46.7%	47.5%	41.1%
流动比率	1.3	1.4	1.4	1.7
速动比率	0.6	0.7	0.6	0.9
现金比率	0.2	0.3	0.3	0.5
经营效率指标				
应收帐款周转天数	23.0	21.0	19.5	19.0
存货周转天数	132.3	130.0	130.0	130.0
总资产周转率	1.3	1.4	1.4	1.5
固定资产周转率	7.6	7.6	7.9	8.2

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	125	309	403	557
少数股东损益	-2	-5	-6	-8
非现金支出	74	66	68	78
非经营收益	-10	47	45	45
营运资金变动	-169	-14	-132	4
经营活动现金流	18	403	378	676
资产	-290	-202	-190	-180
投资	-353	0	0	0
其他	-3	0	0	0
投资活动现金流	-646	-202	-190	-180
债权募资	555	0	0	0
股权募资	14	0	0	0
其他	-40	-138	-166	-212
融资活动现金流	528	-138	-166	-212
现金净流量	-91	63	22	284

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 22 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,722	5,266	5,962	6,597
营业成本	2,214	2,272	2,540	2,770
毛利率%	53.1%	56.9%	57.4%	58.0%
营业税金及附加	24	26	30	33
营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	2,033	2,185	2,468	2,718
营业费用率%	43.0%	41.5%	41.4%	41.2%
管理费用	194	274	307	336
管理费用率%	4.1%	5.2%	5.1%	5.1%
研发费用	89	116	125	69
研发费用率%	1.9%	2.2%	2.1%	1.0%
EBIT	161	408	509	690
财务费用	38	35	33	32
财务费用率%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%
资产减值损失	-16	-13	-9	-12
投资收益	-3	0	0	0
营业利润	146	360	468	646
营业外收支	-2	-2	-0	-0
利润总额	144	358	468	646
EBITDA	212	460	568	756
所得税	21	54	70	97
有效所得税率%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	-2	-5	-6	-8
归属母公司所有者净利润	125	309	403	557

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	346	409	431	715
应收账款及应收票据	325	290	356	340
存货	899	742	1,093	908
其它流动资产	300	303	325	331
流动资产合计	1,870	1,744	2,205	2,294
长期股权投资	20	20	20	20
固定资产	625	693	753	806
在建工程	363	385	413	440
无形资产	256	300	334	357
非流动资产合计	1,779	1,913	2,035	2,137
资产总计	3,649	3,657	4,240	4,432
短期借款	708	708	708	708
应付票据及应付账款	361	150	422	202
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	371	380	414	444
流动负债合计	1,441	1,237	1,544	1,354
长期借款	442	442	442	442
其它长期负债	27	27	27	27
非流动负债合计	470	470	470	470
负债总计	1,910	1,707	2,014	1,823
实收资本	389	389	389	389
普通股股东权益	1,744	1,960	2,243	2,633
少数股东权益	-6	-10	-16	-25
负债和所有者权益合计	3,649	3,657	4,240	4,432

信息披露

分析师与研究助理简介

赵雅楠，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，复旦大学金融工程硕士、普林斯顿双学位，复旦大学财务管理学士，6年证券研究经验。2020年、2021年新财富第四团队成员，曾荣获水晶球、金麒麟等多个最佳分析师奖项。擅长公司及行业深度基本面研究和消费产业趋势分析，核心覆盖医美化妆品、珠宝电商、旅游餐饮、免税、人力资源、教育等多个板块。

易丁依，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责医美、化妆品领域研究，把握颜值经济行业趋势、分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手，挖掘胶原蛋白等前沿细分市场。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。