

➤ **事件：24年10月13日，公司宣布完成对一个拥有近三十年历史的美国高档美妆品牌的收购签约。**本次收购预计在未来两周左右完成交割；收购完成后，创始人及现有美国管理团队将保留少数股权，创始人和管理团队将继续服务品牌，品牌在美国继续保持独立经营，公司重点发力该品牌在中国地区的业务及美国电商业务赋能。

➤ **收购美国高端美妆品牌，补齐全球高端渠道版图。**24年10月13日，公司在美国完成对一个拥有近30年历史的科技先锋高档美妆品牌的收购签约，该品牌由整形科的医学博士创立，定位高奢，主流价格带约300美元，最高端的单品价格达2000美元，在全球的GMV水平约7000-8000万美元，品牌规模与2022年的EDB相当；渠道方面，该品牌基本实现美国最高端渠道的全覆盖，如Neiman Marcus（尼曼马克斯百货）、Saks Fifth Avenue（第五大道萨克斯百货）、Bergdoff Goodman（波道夫-古德曼百货），全美共进驻超100家百货商场，此外，品牌也入驻美国最大高奢美妆零售连锁渠道BlueMercury的所有门店以及多家高端美妆连锁Cos Bar。EDB为公司21年收购的法国高端美妆品牌，截至目前，除美国的最高端美妆市场，EDB在全球主要大都市均有布局柜台和网点，全球渠道基本形成；此次收购的美国品牌所在主要渠道恰为EDB尚未补齐的渠道版图部分，此品牌渠道的复用有望填补EDB现有渠道空白，进一步推进EDB品牌的全球化布局。

➤ **取得PA品牌完整所有权，完善公司品牌高端化布局。**公司于2022年获得PA的中国商标，并不断将自身的高端品牌管理能力复制至PA品牌，助力品牌在中国市场完成从“0-1”的突破；近期公司进一步取得PA品牌的完整所有权，相应地在法国拥有品牌、总部、工厂以及PA品牌在法国合作的近百家的SPA网点。PA为继EDB后公司拥有的第二个全球化高端品牌，目前客单价约200美元，定位高端美妆品牌，与EDB的高奢品牌定位相互补充，进一步完善公司的品牌高端化布局；此外，PA的法国工厂为公司在未来推进产品的全球化制造提供坚实基础。

➤ **高端品牌矩阵持续扩充，全球化高奢化妆品管理集团更进一步。**截至目前，公司已拥有EDB、PA以及此次收购的美国品牌共三个高端美妆品牌，代理西班牙专业医美院线高端品牌美斯蒂克；通过已形成的高端美妆品牌矩阵，公司将在美国、法国、日本、中国拥有差异化研发团队和本地化生产能力，在全球主要市场维度（欧洲、英国、法国、美国、加拿大、中国等国家的主要城市）建立起公司品牌的销售网点和旗舰店，成为初步全球化的新晋高奢美妆品牌管理集团。

➤ **投资建议：**公司“四双战略”持续落地，收购高端品牌伊菲丹、PA等进一步补齐品牌矩阵有望带动收入与利润提升；代理业务“1+5+N”战略稳步推进，基本盘持续增长。我们预计24-26年公司归母净利润分别为3.01/3.56/4.13亿元，同比增速分别为2.4%/18.0%/16.0%，对应PE分别为17X/14X/12X，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**行业竞争加剧风险；品牌调整不及预期；新品研发不及预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	4,493	4,634	4,906	5,296
增长率 (%)	-4.9	3.1	5.9	8.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	294	301	356	413
增长率 (%)	135.4	2.4	18.0	16.0
每股收益 (元)	0.76	0.78	0.92	1.06
PE	17	17	14	12
PB	2.5	2.2	1.9	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年10月14日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

13.18元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

研究助理 杨颖

执业证书：S0100123070030

邮箱：yangying@mszq.com

### 相关研究

- 1.水羊股份 (300740.SZ) 2024 年半年报点评：集中资源投放优势品牌，伊菲丹品牌延续高增，毛利率持续提升-2024/07/31
- 2.水羊股份 (300740.SZ) 事件点评：御泥坊召开十八周年发布会，推出全新品牌体系与研究成果，品牌调整稳步推进-2024/05/11
- 3.水羊股份 (300740.SZ) 2023 年年报及 2024 年一季报点评：盈利能力改善，代理业务稳步推进，伊菲丹高增未来可期-2024/04/24
- 4.水羊股份 (300740.SZ) 2023 年业绩预告点评：23 年业绩超预期，自主品牌发展成效显著，看好公司“代运营→自营”成长空间-2024/01/19
- 5.水羊股份 (300740.SZ) 事件点评：伊菲丹高增延续，御泥坊品牌调整推进，看好公司“代运营→自营”成长空间-2024/01/16

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	4,493	4,634	4,906	5,296
营业成本	1,868	1,906	1,998	2,148
营业税金及附加	23	22	25	26
销售费用	1,858	1,993	2,095	2,251
管理费用	235	209	216	228
研发费用	77	83	93	103
EBIT	406	432	492	554
财务费用	65	52	48	45
资产减值损失	-40	-40	-40	-42
投资收益	16	8	8	12
营业利润	347	350	414	482
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	347	350	413	482
所得税	48	49	58	67
净利润	299	301	355	414
归属于母公司净利润	294	301	356	413
EBITDA	485	515	582	650

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	554	991	1,212	1,454
应收账款及票据	404	325	369	412
预付款项	121	95	99	117
存货	795	755	764	794
其他流动资产	441	335	341	349
流动资产合计	2,315	2,500	2,786	3,125
长期股权投资	20	20	20	20
固定资产	845	930	985	1,038
无形资产	260	265	270	275
非流动资产合计	1,800	1,890	1,944	1,997
资产合计	4,115	4,390	4,730	5,122
短期借款	232	234	234	234
应付账款及票据	280	291	294	298
其他流动负债	534	377	397	418
流动负债合计	1,046	902	925	951
长期借款	358	521	521	521
其他长期负债	637	636	636	636
非流动负债合计	994	1,157	1,157	1,157
负债合计	2,040	2,059	2,083	2,108
股本	390	388	388	388
少数股东权益	-1	-1	-2	0
股东权益合计	2,075	2,331	2,647	3,014
负债和股东权益合计	4,115	4,390	4,730	5,122

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-4.86	3.15	5.85	7.96
EBIT 增长率	151.79	6.42	13.89	12.56
净利润增长率	135.42	2.41	18.05	15.99
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	58.44	58.86	59.28	59.44
净利润率	6.55	6.50	7.25	7.79
总资产收益率 ROA	7.15	6.86	7.52	8.05
净资产收益率 ROE	14.17	12.92	13.43	13.69
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.21	2.77	3.01	3.29
速动比率	1.22	1.73	1.98	2.24
现金比率	0.53	1.10	1.31	1.53
资产负债率 (%)	49.58	46.90	44.04	41.16
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	29.18	28.29	25.44	26.53
存货周转天数	163.24	146.30	136.87	130.54
总资产周转率	1.16	1.09	1.08	1.08
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.76	0.78	0.92	1.06
每股净资产	5.35	6.01	6.82	7.76
每股经营现金流	0.67	1.59	1.17	1.24
每股股利	0.10	0.10	0.12	0.14
<b>估值分析</b>				
PE	17	17	14	12
PB	2.5	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	12.87	12.13	10.73	9.60
股息收益率 (%)	0.76	0.78	0.92	1.06

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	299	301	355	414
折旧和摊销	79	83	90	96
营运资金变动	-202	146	-89	-123
经营活动现金流	262	618	454	482
资本开支	-112	-155	-130	-135
投资	-172	62	0	0
投资活动现金流	-281	-83	-122	-123
股权募资	693	0	0	0
债务募资	-412	17	0	0
筹资活动现金流	192	-98	-111	-118
现金净流量	179	437	221	241

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026