

水羊股份 (300740.SZ)
“高奢美妆集团”打法逐渐清晰，Q1 渐入佳境

2025 年 05 月 03 日

——公司信息更新报告
投资评级：买入（维持）
黄泽鹏（分析师）
初敏（分析师）
程婧雅（联系人）

huangzepeng@kysec.cn

chumin@kysec.cn

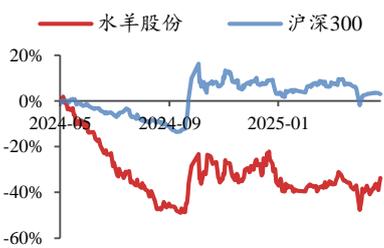
chengjingya@kysec.cn

证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790522080008

证书编号：S0790123070033

日期	2025/4/30
当前股价(元)	12.67
一年最高最低(元)	20.55/9.60
总市值(亿元)	49.20
流通市值(亿元)	45.28
总股本(亿股)	3.88
流通股本(亿股)	3.57
近 3 个月换手率(%)	139.33

股价走势图


数据来源：聚源

相关研究报告

《主动战略调整业绩承压，关注高端美妆品牌矩阵潜力——公司信息更新报告》-2024.10.31

《加大费用投放致 H1 利润下滑，看好后续效果释放——公司信息更新报告》-2024.7.31

● 2024 年主动传略调整业绩承压，2025Q1 收入利润同增

2024 年公司实现营收 42.37 亿元/yoy-5.7%，归母净利 1.10 亿元/yoy-62.6%，扣非归母净利 1.2 亿元/yoy-56.7%。2024Q4 公司实现营业收入 11.92 亿元/yoy+6.9%；归母净利 0.16 亿元/yoy-86.3%。2025Q1 公司实现营业收入 10.85 亿元/yoy+5.2%；归母净利 0.42 亿元，yoy+4.7%。公司加大高端品牌市场投入但转化效果不及预期，部分大众线品牌亏损。我们下调 2025-2026 年盈利预测并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利 2.6/3.2/4（2025-2026 年前值为 2.9/3.7）亿元，yoy+139%/+21%/+25.1%，当前股价对应 PE 18.7/15.5/12.4 倍。公司持续推进“全球新晋高奢美妆集团”战略，优化业务结构，变革效果值得期待，长期增长逻辑清晰，维持“买入”评级。

● 业务结构优化带动毛利率提升，高端品牌市场投入阶段性增加致净利率承压

毛利率：2024/2025Q1 毛利率 63%/63.8%，yoy+4.57pct/+2.42pct，主要受益于高毛利 EDB、PA 等自有品牌占比提升及 CP 业务结构优化。2024 年自有品牌毛利率达 74.27%。**费用率：**2024 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 49.1%/6.2%/1.9%/1.6%，yoy+7.7pct/+0.9pct/+0.24pct/+0.19pct，2024 年研发费用投入占自有品牌营收比重为 4.98%。**净利率：**2024/2025Q1 净利率 2.6%/3.9%，yoy-4pct/-0.27pct。公司加大对核心品牌的市场投入致净利率有所下滑。

● “高奢美妆集团”打法逐渐清晰，各业务线调整后回归健康增长通道

2025 年整体目标：高奢品牌营收盈利能力持续好转，大众品牌盈亏平衡，战略收缩。**自有品牌：**2024 年实现收入 16.5 亿元，占比 39%。**EDB：**2024 年通过明星代言、产品升级、拓展线下渠道等强化高奢形象，2025Q1 双位数增长，2025 年重点投入线下，提升平销、体验与线下互动销售，2025H2 将推出升级版瑞士面霜，预计全年营收增长 20% 左右。**PA：**2024 年增速超 300%，2025 年将推出新品，布局全球渠道，预计增速超 100%。**Revive：**预计 2025H1 中国市场 GMV 超 2024 全年。**御泥坊：**2024H2 调整策略回归大众市场，渠道库存问题已解决，2025Q1 实现正增长，预计全年盈亏平衡。**CP 业务：**继续聚焦优质品牌如美斯蒂克、ESI 等，2024 年除强生相关业务下滑明显外，其他代理品牌稳定增长。

● 风险提示：行业竞争加剧；收购品牌培育不及预期；新品研发不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,493	4,237	4,417	4,631	4,855
YOY(%)	-4.9	-5.7	4.3	4.8	4.9
归母净利润(百万元)	294	110	263	318	398
YOY(%)	135.4	-62.6	139.0	21.0	25.1
毛利率(%)	58.4	63.0	64.6	65.8	66.9
净利率(%)	6.5	2.6	5.9	6.9	8.2
ROE(%)	14.4	5.3	11.2	12.0	13.2
EPS(摊薄/元)	0.76	0.28	0.68	0.82	1.02
P/E(倍)	16.7	44.7	18.7	15.5	12.4
P/B(倍)	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2315	2150	2386	2341	2497
现金	554	477	821	543	840
应收票据及应收账款	404	352	330	437	375
其他应收款	62	47	67	53	73
预付账款	121	202	134	219	152
存货	795	830	792	847	816
其他流动资产	379	242	242	242	242
非流动资产	1800	2101	2140	2199	2261
长期投资	20	28	36	44	52
固定资产	845	918	892	877	868
无形资产	260	285	322	366	420
其他非流动资产	674	869	890	911	921
资产总计	4115	4251	4526	4539	4758
流动负债	1046	903	1142	1077	1139
短期借款	232	353	353	353	353
应付票据及应付账款	280	138	291	168	275
其他流动负债	534	412	498	555	511
非流动负债	994	1254	1026	805	583
长期借款	972	1182	955	733	512
其他非流动负债	22	72	72	72	72
负债合计	2040	2157	2168	1882	1723
少数股东权益	-1	-2	-2	-0	4
股本	390	388	388	388	388
资本公积	494	444	444	444	444
留存收益	1152	1224	1458	1733	2096
归属母公司股东权益	2076	2097	2359	2658	3031
负债和股东权益	4115	4251	4526	4539	4758

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	262	266	566	92	673
净利润	299	112	263	319	401
折旧摊销	67	99	78	70	75
财务费用	65	69	20	11	-2
投资损失	-16	15	-2	-0	-1
营运资金变动	-203	-14	207	-306	199
其他经营现金流	50	-15	-0	-2	0
投资活动现金流	-281	-335	-111	-123	-137
资本支出	178	278	109	121	130
长期投资	-172	126	-8	-8	-8
其他投资现金流	70	-183	6	5	1
筹资活动现金流	192	31	-111	-247	-238
短期借款	-476	121	0	0	0
长期借款	530	210	-227	-221	-222
普通股增加	1	-1	0	0	0
资本公积增加	-2	-51	0	0	0
其他筹资现金流	139	-248	116	-26	-17
现金净增加额	179	-37	344	-279	297

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4493	4237	4417	4631	4855
营业成本	1868	1567	1564	1581	1605
营业税金及附加	23	15	18	19	19
营业费用	1858	2079	2142	2260	2360
管理费用	235	261	274	287	301
研发费用	77	82	80	84	88
财务费用	65	69	20	11	-2
资产减值损失	-40	-37	-31	-38	-39
其他收益	23	7	15	15	15
公允价值变动收益	-14	0	3	4	-2
投资净收益	16	-15	2	0	1
资产处置收益	4	0	1	1	2
营业利润	347	125	306	369	461
营业外收入	2	6	3	3	3
营业外支出	2	6	3	3	3
利润总额	347	125	306	368	462
所得税	48	14	42	49	60
净利润	299	112	263	319	401
少数股东损益	5	2	1	1	4
归属母公司净利润	294	110	263	318	398
EBITDA	476	309	422	468	559
EPS(元)	0.76	0.28	0.68	0.82	1.02

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-4.9	-5.7	4.3	4.8	4.9
营业利润(%)	137.9	-64.0	144.9	20.5	25.2
归属于母公司净利润(%)	135.4	-62.6	139.0	21.0	25.1
获利能力					
毛利率(%)	58.4	63.0	64.6	65.8	66.9
净利率(%)	6.5	2.6	5.9	6.9	8.2
ROE(%)	14.4	5.3	11.2	12.0	13.2
ROIC(%)	10.0	5.0	7.6	8.6	10.1
偿债能力					
资产负债率(%)	49.6	50.7	47.9	41.5	36.2
净负债比率(%)	42.8	55.5	30.9	29.7	9.1
流动比率	2.2	2.4	2.1	2.2	2.2
速动比率	1.2	1.1	1.2	1.1	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.0	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	12.3	11.3	13.1	12.2	12.2
应付账款周转率	6.2	7.9	7.9	7.3	7.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.76	0.28	0.68	0.82	1.02
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.68	1.46	0.24	1.73
每股净资产(最新摊薄)	5.12	5.17	5.85	6.61	7.58
估值比率					
P/E	16.7	44.7	18.7	15.5	12.4
P/B	2.5	2.5	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	11.7	19.3	13.1	11.9	9.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn