

水羊股份（300740.SZ）

多因素致 2024 年业绩承压，高端化带动盈利拐点初步显现

优于大市

核心观点

公司2024年实现营收42.37亿/yoy-5.69%；归母净利润1.10亿/yoy-62.63%。2025Q1公司实现营收10.85亿/yoy+5.19%；归母净利润0.42亿/yoy+4.67%；扣非归母净利润0.41亿/yoy-22.78%。2024年利润端发生大幅下滑主要由于1）自主品牌方面，公司加大高端品牌市场与品牌费用投入，但投入转化未达预期；2）代理业务方面，强生板块业务下滑影响板块整体表现；3）非业务因素共计约产生3000万影响，其中一方面政府补助减少为423万/yoy-77.68%，同时外汇套保业务导致公司亏损1870.38万元，目前远期外汇合约均已完成交割，后续将不再产生相关影响。

分业务看，1）自有品牌端，2024年实现收入16.51亿，占比保持稳定，毛利率达74.27%。其中EDB线下渠道实现超100%增速；PA在中国市场业绩增速超300%实现爆发。VAA全渠道GMV持续增长，全年突破1亿。大众品牌御泥坊、大水滴等由于公司策略调整收缩相关业务，业绩有所压力。2025Q1预计EDB实现两位数增长；PA延续去年高增长态势增速超100%；RV一季度表现良好，预计上半年中国市场销售额超2024全年。2）CP品牌端，目前公司已涵盖护肤、彩妆、个护、香水、健康食品五大品类，未来也将持续完善。

分渠道看，公司仍以线上电商渠道为主，2024年实现收入38.66亿/yoy-5.23%，收入占比提升0.44pct至91.24%；其中，淘系平台实现收入10.99亿/-21.28%，抖音平台实现收入14.63亿/yoy+29.06%。

销售费用高企持续挤压盈利空间。2024年毛利率/净利率分别同比+4.58pct/-4.01pct；2025Q1毛利率/净利率分别同比+2.42pct/-0.26pct。费用率方面，2024年销售/管理/研发费用率同比分别+7.71pct/+0.92pct/+0.24pct；2025Q1销售/管理/研发费用率同比分别+3.24pct/+0.10pct/+0.17pct，毛销差14.20%/yoy-0.82pct。销售费用率主要系高端品牌宣传及市场推广费用提升，且投入转化效果不及预期；管理费用率主要系职工薪酬支出增加，研发费用率保持基本稳定。

风险提示：宏观环境风险，销售增加不及预期，行业竞争加剧。

投资建议：2024年公司受自主品牌高端化投入转化不及预期、代理业务受挫及非业务因素影响，利润端承压显著。但EDB、PA等高端品牌展现出强劲增长潜力，2025Q1营收和净利润实现微增，盈利能力改善，经营拐点初步显现。考虑到公司目前仍处于品牌调整期，同时加大品牌投放，我们下调公司2025-2026年归母净利润至2.33/2.66（原值为2.79/3.12）亿，并新增2027年为2.90亿，对应PE分别为21/18/17x，维持“优于大市”评级。

公司研究·财报点评

美容护理·化妆品

证券分析师：张峻豪

021-60933168

zhangjh@guosen.com.cn

S0980517070001

证券分析师：柳旭

0755-81981311

liuxu1@guosen.com.cn

S0980522120001

证券分析师：孙乔容若

021-60375463

sunqiaorongruo@guosen.com.cn

S0980523090004

基础数据

投资评级	优于大市（维持）
合理估值	
收盘价	12.67元
总市值/流通市值	4920/4528百万元
52周最高价/最低价	20.55/9.60元
近3个月日均成交额	99.86百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《水羊股份（300740.SZ）-调整转型致短期业绩承压，外延驱动全球化高端化进程》——2024-10-30
- 《水羊股份（300740.SZ）-营销投放加大短期利润承压，伊菲丹持续优异表现》——2024-07-31
- 《水羊股份（300740.SZ）-一季度扣非归母净利润同比增长45%，伊菲丹表现持续亮眼》——2024-04-24
- 《水羊股份（300740.SZ）-2023年业绩预告增长124%-156%，品牌运营效益进一步提升》——2024-01-19
- 《水羊股份（300740.SZ）-单三季度业绩受非经因素影响有所承压，坚持双业务驱动模式》——2023-10-27

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,493	4,237	4,458	4,640	4,817
(+/-%)	-4.9%	-5.7%	5.2%	4.1%	3.8%
净利润(百万元)	294	110	233	266	290
(+/-%)	135.8%	-62.6%	112.2%	14.0%	8.9%
每股收益(元)	0.75	0.28	0.60	0.69	0.75
EBIT Margin	9.6%	5.5%	7.4%	8.0%	8.4%
净资产收益率(ROE)	14.2%	5.2%	10.1%	10.4%	10.2%
市盈率(PE)	16.8	44.7	21.1	18.5	17.0
EV/EBITDA	14.3	23.9	15.1	13.0	11.3
市净率(PB)	2.38	2.35	2.13	1.92	1.74

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司 2024 年实现营收 42.37 亿/yoy-5.69%；归母净利润 1.10 亿/yoy-62.63%；扣非归母净利润 1.18 亿/yoy-56.74%。单 Q4 实现营收 11.92 亿/yoy+6.86%；归母净利润 0.16 亿/yoy-86.33%；扣非归母净利润 0.10 亿/yoy-86.79%。利润端发生大幅下滑主要由于 1) 自主品牌方面，公司加大高端品牌市场与品牌费用投入，但投入转化未达预期；2) 代理业务方面，强生板块业务下滑影响板块整体表现；3) 非业务因素共计约产生 3000 万影响，其中一方面政府补助减少为 423 万/yoy-77.68%，同时外汇套保业务导致公司亏损 1870.38 万元，目前远期外汇合约均已完成交割，后续将不再产生相关影响。

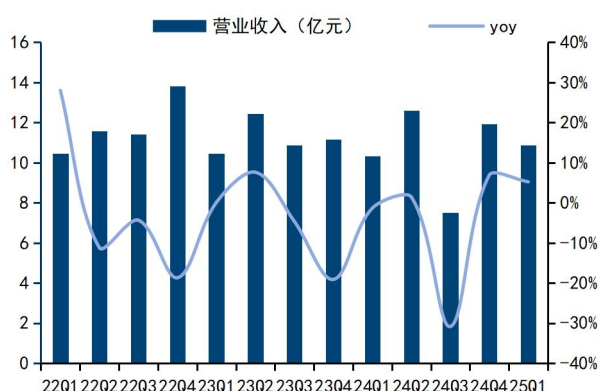
分业务看，自有品牌端，2024 年实现收入 16.51 亿，占比保持稳定，高毛利率 74.27% 及品牌结构升级驱动公司整体毛利率显著提升。在高端化与全球化战略推进中，公司持续深化高奢品牌 EDB、PA、RV 的全渠道品牌体系建设，其中 EDB 线下渠道实现超 100% 增速；PA 在中国市场业绩增速超 300% 实现爆发。VAA 全渠道 GMV 持续增长，全年突破 1 亿。大众品牌御泥坊、大水滴、小迷糊等由于公司策略调整收缩相关业务，业绩有所压力。CP 品牌端，目前公司已涵盖护肤、彩妆、个护、香水、健康食品五大品类，未来也将持续完善各细分品类品牌矩阵布局。

分品类看，水乳膏霜实现收入 33.51 亿/yoy-4.38%；面膜实现收入 7.35 亿/yoy-10.80%；品牌管理服务实现收入 1.02 亿/yoy-6.10%，均呈现不同程度下滑。

分渠道看，公司以线上电商渠道为主，2024 年实现收入 38.66 亿/yoy-5.23%，收入占比提升 0.44pct 至 91.24%；其中，淘系平台实现收入 10.99 亿/-21.28%，抖音平台实现收入 14.63 亿/yoy+29.06%。

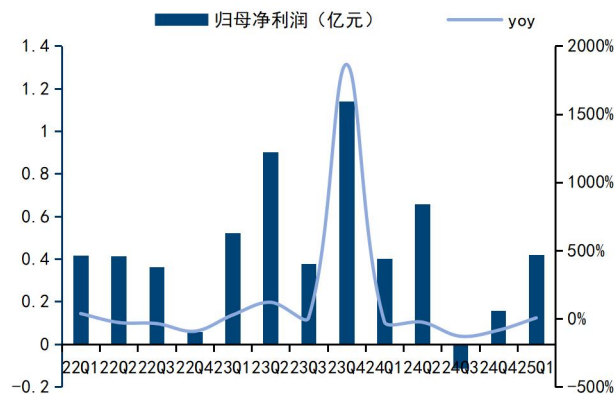
2025Q1 公司实现营收 10.85 亿/yoy+5.19%；归母净利润 0.42 亿/yoy+4.67%；扣非归母净利 0.41 亿/yoy-22.78%。预计 EDB 实现两位数增长；PA 延续去年高增长态势增速超 100%；RV 一季度表现良好，预计上半年中国市场销售额超 2024 全年。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）

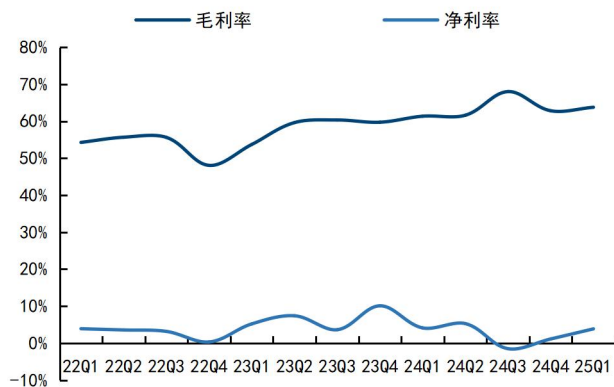


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力方面，2024 年公司毛利率/净利率分别为 63.01%/2.63%，同比+4.58pct/-4.01pct；2025Q1 毛利率/净利率分别为 63.76%/3.86%，同比+2.42pct/-0.26pct；销售费用率高企持续挤压盈利空间。**费用率方面**，2024 年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 49.06%/6.15%/1.94%，同比分别+7.71pct/+0.92pct/+0.24pct；2025Q1 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为 49.55%/5.77%/1.92%，同比分别+3.24pct/+0.10pct/+0.17pct，毛销差 14.20%/yoy-0.82pct。销售费用率主要系高端品牌宣传及市场推广费用提升，且

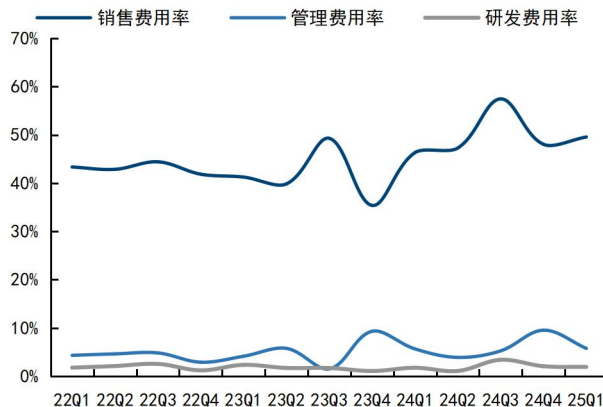
投入转化效果不及预期；管理费用率主要系职工薪酬支出增加，研发费用率保持基本稳定。

图3：公司毛利率及净利率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

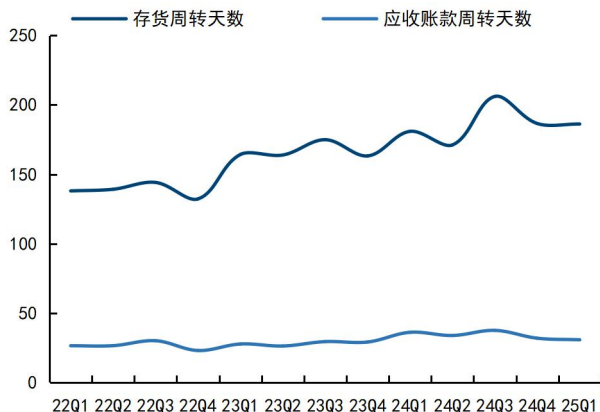
图4：公司费用率情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

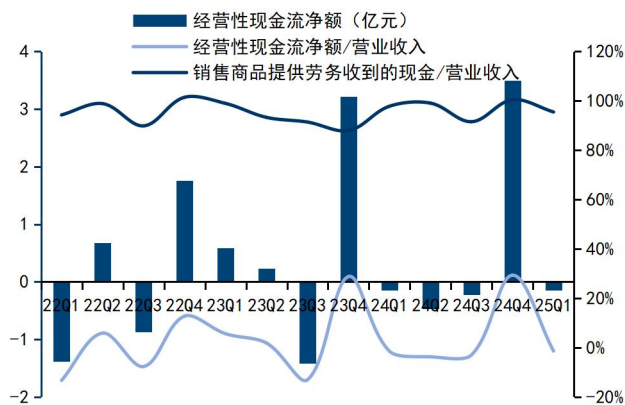
营运能力方面，公司2024年存货周转天数为187天，同比增加23天；应收账款周转天数为32天，同比增加3天。2025Q1存货周转天数为186天，同比增加5天；应收账款周转天数为31天，同比减少5天。存货周转天数增加主要因库存规模增大所致。**现金流方面**，公司2024年经营性现金流净额为2.66亿/yoy+1.43%，与净利润变化差异较大是受到固定资产折旧、无形资产摊销、长期待摊费用摊销的影响；2025Q1经营性现金流净额为-0.15亿/yoy+0.58%。

图5：公司存货周转天数及应收账款周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司现金流情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：

2024年公司受自主品牌高端化投入转化不及预期、代理业务受挫及非业务因素影响，利润端承压显著。但EDB、PA等高端品牌展现出强劲增长潜力，2025Q1营收和净利润实现微增，盈利能力改善，经营拐点初步显现。考虑到公司目前仍处于品牌调整期，同时加大品牌投放，我们下调公司2025-2026年归母净利润至2.33/2.66（原值为2.79/3.12）亿，并新增2027年为2.90亿，对应PE分别为21/18/17x，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 (2025-04-30)	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (%) (24A)	PEG (25E)	投资评级
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E			
300740.SZ	水羊股份	12.67	49	0.28	0.60	0.69	0.75	46.69	21.09	18.49	16.98	5.24	0.19	优于大市
603605.SH	珀莱雅	95.50	378	3.92	4.71	5.40	6.02	21.63	20.27	17.68	15.87	28.73	1.00	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	554	477	542	450	450	营业收入	4493	4237	4458	4640	4817
应收款项	466	400	293	305	317	营业成本	1868	1567	1583	1629	1681
存货净额	795	830	406	408	415	营业税金及附加	23	15	18	19	19
其他流动资产	240	316	178	186	193	销售费用	1858	2079	2220	2323	2413
流动资产合计	2315	2150	1548	1477	1502	管理费用	235	261	220	211	212
固定资产	859	930	1599	2035	2044	研发费用	77	82	87	88	89
无形资产及其他	260	285	274	262	251	财务费用	65	69	58	59	56
投资性房地产	660	857	857	857	857	投资收益	16	(15)	0	0	0
长期股权投资	20	28	28	28	28	资产减值及公允价值变动	26	37	7	7	0
资产总计	4115	4251	4306	4660	4683	其他收入	(63)	(61)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	467	455	400	496	238	营业利润	347	125	279	318	346
应付款项	280	138	142	143	145	营业外净收支	0	0	0	0	0
其他流动负债	299	310	196	201	206	利润总额	347	125	279	318	346
流动负债合计	1046	903	738	840	590	所得税费用	48	14	42	48	52
长期借款及应付债券	972	1182	1182	1182	1182	少数股东损益	5	2	4	4	5
其他长期负债	22	72	72	72	72	归属于母公司净利润	294	110	233	266	290
长期负债合计	994	1254	1254	1254	1254	现金流量表（百万元）					
负债合计	2040	2157	1991	2093	1843	净利润	294	110	233	266	290
少数股东权益	(1)	(2)	1	5	10	资产减值准备	26	(17)	20	12	4
股东权益	2076	2097	2314	2561	2831	折旧摊销	55	63	130	170	198
负债和股东权益总计	4115	4251	4306	4660	4683	公允价值变动损失	(26)	(37)	(7)	(7)	0
关键财务与估值指标						财务费用	65	69	58	59	56
每股收益	0.75	0.28	0.60	0.69	0.75	营运资本变动	(274)	(339)	577	(3)	(13)
每股红利	0.19	0.18	0.04	0.05	0.05	其它	(22)	18	(16)	(8)	0
每股净资产	5.33	5.40	5.96	6.59	7.29	经营活动现金流	53	(203)	936	430	479
ROIC	10.50%	4.44%	7%	7%	7%	资本开支	0	(148)	(800)	(600)	(200)
ROE	14.17%	5.24%	10%	10%	10%	其它投资现金流	(161)	132	0	0	0
毛利率	58%	63%	64%	65%	65%	投资活动现金流	(161)	(25)	(800)	(600)	(200)
EBIT Margin	10%	6%	7%	8%	8%	权益性融资	6	2	0	0	0
EBITDA Margin	11%	7%	10%	12%	12%	负债净变化	(85)	187	0	0	0
收入增长	-5%	-6%	5%	4%	4%	支付股利、利息	(76)	(71)	(16)	(19)	(20)
净利润增长率	136%	-63%	112%	14%	9%	其它融资现金流	630	(85)	(55)	96	(258)
资产负债率	50%	51%	46%	45%	40%	融资活动现金流	316	150	(72)	78	(279)
股息率	1.5%	1.4%	0.3%	0.4%	0.4%	现金净变动	208	(77)	65	(92)	0
P/E	16.8	44.7	21.1	18.5	17.0	货币资金的期初余额	346	554	477	542	450
P/B	2.4	2.3	2.1	1.9	1.7	货币资金的期末余额	554	477	542	450	450
EV/EBITDA	14.3	23.9	15.1	13.0	11.3	企业自由现金流	0	(217)	187	(118)	327
						权益自由现金流	0	(115)	82	(72)	21

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032