

品牌矩阵全面升级，高端美妆集团扬帆启航

水羊股份(300740)

► 高端品牌布局完善，期待新品牌持续发力

秉承“让人类享受肌肤之美的企业使命”，依托“自有品牌与CP品牌双业务驱动”的发展战略，水羊自有品牌体系初步完成了高端化、全球化的转型升级，已成为中国唯一成功管理多个高奢美妆品牌的公司。旗下高端品牌，包括：**伊菲丹**定位全球高奢敏肌抗衰，凭借“超级面膜+胶原精粹水”等大单品组合实现高速增长。通过深耕高奢百货、酒店、SPA等线下渠道及强化运营细节（如上海张园品牌城堡店），持续巩固其新晋高奢品牌地位，品牌势能处于向上期；**PA**则定位为法国轻奢院线修护品牌，受益于公司高端管理能力在中国快速成长。主打“融雪面膜”大单品，配合新品拓展矩阵，并通过品牌传播活动与多元化渠道奠定成长基础；**RV**为美国科技功效护肤品牌，完善了公司高端序列与全球布局，以科学力覆盖多年龄、功效需求，进驻全球顶级百货并屡获权威推荐，成为科技护肤标杆。

► 御泥坊经营回暖，代理业务改善

御泥坊积极调整策略，重新定位大众市场，主推高性价比组合套装及“黑参精华”系列，其中，黑参精华通过推出多规格次抛形式有效降低价格，提升产品竞争力；同步优化线上渠道运营，重点关注快手短剧营销和新直播间。此外公司持续发挥国际平台作用及团队品牌服务和管理能力，以独创的“全球美妆最佳CP”模式（“1+5+N”层次结构）与美妆发达地区的特色企业建立了深度合作，布局大美妆品类下的细分品类。自主品牌及CP业务持续调整战略方向、有序开展营销活动，预计业绩有望筑底回暖。

► 盈利筑底，品牌全面改革后业绩有望回暖

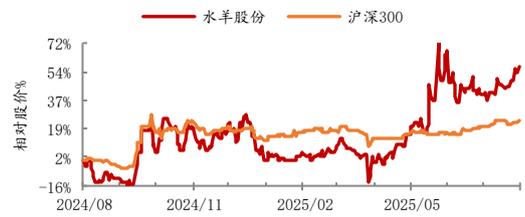
24年内公司营收42.37亿元（同比-5.69%），归母净利润1.1亿元（同比-62.63%），扣非归母净利润1.18亿元（同比-56.7%）。2025Q1营收10.85亿元（同比+5.19%），归母净利润0.42亿元（同比+4.67%），扣非归母净利润0.41亿元（同比-22.78%）。经过去年品牌和战略调整，今年众多品牌重回增长正轨、部分品牌减亏预计将带动利润释放。

投资建议

公司作为国内目前唯一运营多个高端美妆品牌的集团公司，随着转型后各个自有品牌的品牌力与客户口碑持续积累，看好收入规模与盈利能力持续提升。我们预计公司2025-2027年营收分别为45.66/49.20/53.15亿元，EPS分别为

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	18.28
股票代码：	300740
52周最高价/最低价：	21.02/9.6
总市值(亿)	71.29
自由流通市值(亿)	65.63
自由流通股数(百万)	359.02



分析师：刘文正
邮箱：liuwz1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120524120007
联系电话：

分析师：徐林锋
邮箱：xulf@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519080002
联系电话：

联系人：罗天啸
邮箱：luotx@hx168.com.cn
联系电话：

0.67/0.84/1.01 元，对应 2025 年 8 月 11 日 18.28 元收盘价，PE 分别为 27.36/21.78/18.11 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

1) 行业竞争加剧；2) 海外市场开拓不及预期；3) 高端品牌经营不及预期

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,493	4,237	4,566	4,920	5,315
YoY (%)	-4.9%	-5.7%	7.7%	7.8%	8.0%
归母净利润(百万元)	294	110	261	327	394
YoY (%)	135.4%	-62.6%	137.0%	25.6%	20.3%
毛利率 (%)	58.4%	63.0%	62.1%	62.6%	63.5%
每股收益 (元)	0.76	0.28	0.67	0.84	1.01
ROE	14.2%	5.2%	11.5%	13.0%	14.0%
市盈率	24.05	65.29	27.36	21.78	18.11

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 高奢品牌矩阵调整，期待业绩释放	4
2. 传统品牌回暖，代理业务改善	6
3. 盈利筑底，品牌全面改革后业绩有望回暖	7
4. 盈利预测与投资建议	9
5. 风险提示	10

图表目录

图 1 伊菲丹亚洲首家城堡店	5
图 2 PA 融雪面霜作用机理	5
图 3 强生婴儿抖音各季度销量情况	7
图 4 CP 品牌代理层次结构	7
图 5 近十年公司营业收入额及其同比增速	8
图 6 近十年公司归母净利润额及其同比增速	8
图 7 2025Q1 毛利率、净利率分别为 63.76%，3.86%	9
图 8 近五年及 25Q1 期间费用构成及同比变化	9
图 9 盈利预测	9
图 10 可比公司估值表	10

1. 高奢品牌矩阵调整，期待业绩释放

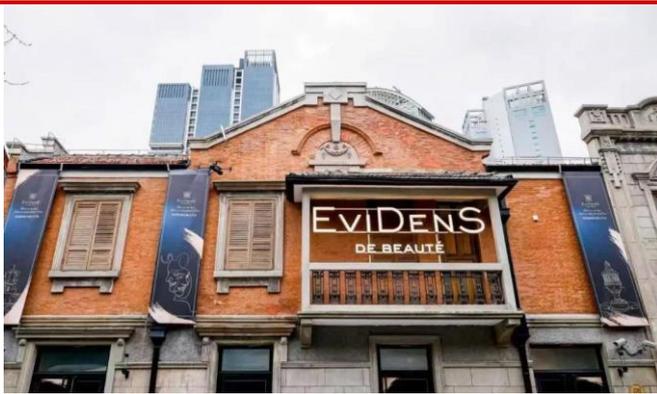
K 型矩阵驱动，全球视野布局助力高奢美妆生态与多元化、全面化品牌矩阵构建：公司秉承“让人类享受肌肤之美的企业使命”，依托“自有品牌与 CP 品牌双业务驱动”的发展战略，公司自有品牌体系初步完成了高端化、全球化的转型升级，已成为中国唯一成功管理多个高奢美妆品牌的公司。

伊菲丹：高端品牌敏肌抗衰赛道+大单品策略+多渠道布局+深耕运营细节强化全球高奢品牌定位。通过与明星合作强化品牌“以爱为本”心智，推动品牌在高端人群的进一步渗透及品牌认知进一步深化。大单品超级 CP 组合（超级面膜与胶原精粹水的组合）使市场认知进一步强化的同时，精华防晒、rich 面霜等储备单品也实现了高速增长。伊菲丹继续深耕线上线下多渠道布局，加快线下渠道布局，进一步开拓高奢百货、高奢酒店、SPA 等渠道，给每位用户带来视、触、嗅、听全方位的极致体验，根据 2024 年报线下渠道实现超 100% 的增速。今年重点投入全球线下渠道建设，计划基本完成“10+3”战略，即全球前十大城市开设三种类型店铺。伊菲丹亚洲首家品牌城堡店落户于上海张园，选址极具历史文化底蕴与时尚氛围，无疑可以借势张园的高端定位，进一步强化自身的奢华品牌形象。该门店除了正常销售伊菲丹各产品线外，还设有 SPA 体验中心，也是中国唯一可以体验伊菲丹身体 SPA 服务的门店。在英国哈罗德百货业绩持续上升，法国巴黎老佛爷的两个专柜正式亮相，加拿大蒙特利尔品牌首店正式开设，曼谷已有多家销售门店。持续深耕运营细节、提高运营效率，加强与消费者沟通，高奢人群持续渗透，核心单品超级面膜、精华防晒等在各自品类中占据领先地位，不断夯实和强化全球新晋高奢美妆品牌的定位。

PA：法国轻奢院线修护+价值认知+大单品策略。其依托公司积累的高端品牌管理能力，带动中国区销售快速增长。通过致敬院线经典法式沙龙、与融雪面膜推荐官马君妍合作以及瑞士细胞科技溯源等活动传播了品牌心智，赋能渠道销售。大单品融雪面膜持续渗透目标人群的同时，HP-DNA 三重面霜、HP-DNA 爽肤水、多效卸妆油三款新品上架销售，进一步丰富产品矩阵。渠道层面，品牌自播与达播齐头并进，为品牌健康发展奠定良好基础。

RV：美国奢华科学功效护肤品牌。其丰富完善了公司高端品牌序列与全球布局。品牌现有产品系列覆盖不同年龄、不同功效的需求以科学之力与卓越品质，为肌肤缔造焕然一新的年轻鲜活光彩。现已遍布全球奢侈品百货尼曼、哈罗德等，并频繁登顶于各类权威媒体的推荐榜单，是风尚与科技护肤的双重标杆。

图 1 伊菲丹亚洲首家城堡店



资料来源：搜狐新闻，华西证券研究所

图 2 PA 融雪面霜作用机理



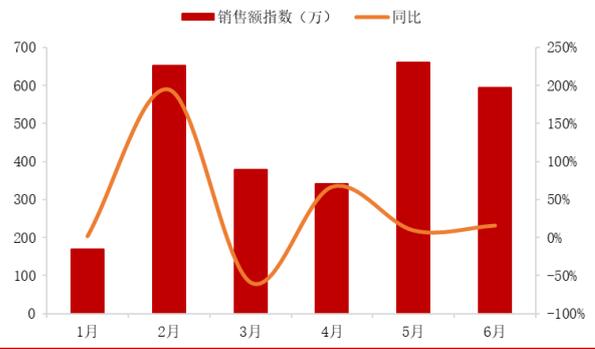
资料来源：新浪时尚，华西证券研究所

图 3 伊菲丹各季度抖音销售额情况



资料来源：蝉妈妈，华西证券研究所

图 4 伊菲丹 2025 年各月抖音销量额情况



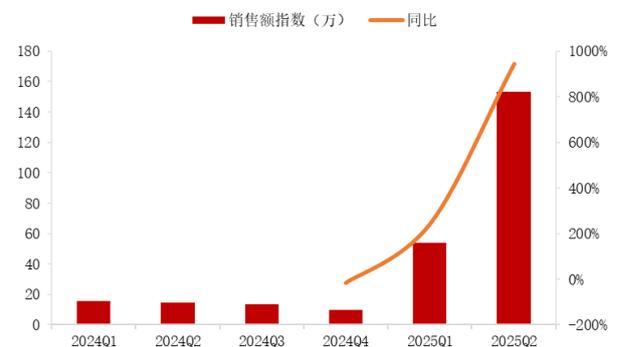
资料来源：蝉妈妈，华西证券研究所

图 5 PA 各季度抖音销售额情况



资料来源：蝉妈妈，华西证券研究所

图 6 RV 各季度抖音销售额情况

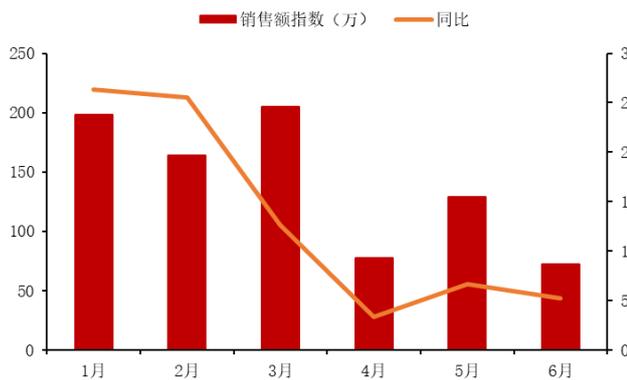


资料来源：蝉妈妈，华西证券研究所

2. 传统品牌回暖，代理业务改善

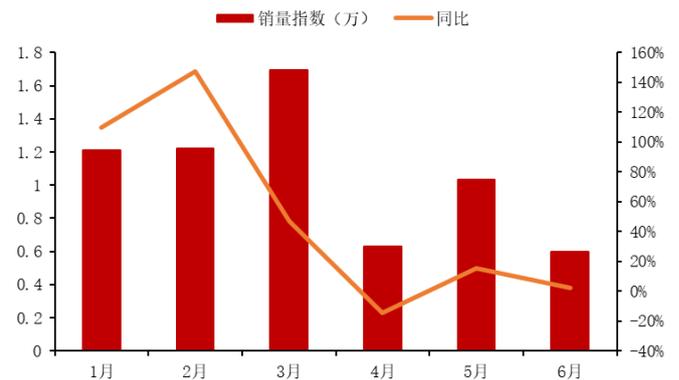
御泥坊策略调整显效，经营改善亏损收窄。2024 年，品牌因上半年聚焦品牌形象升级、产品及原料研发但转化效果未达预期，叠加 Q3 线下渠道清退及库存处理，致公司整体盈利承压。2025 年，御泥坊积极调整策略，重新定位大众市场，主推高性价比组合套装及“黑参精华”系列，其中，黑参精华通过推出多规格次抛形式有效降低价格，提升产品竞争力；同步优化线上渠道运营，重点关注快手短剧营销和新直播间，我们预计全年来看御泥坊盈利能力有望显著改善。

图 1 御泥坊 2025 年各月抖音销售额情况



资料来源：蝉妈妈，华西证券研究所

图 2 御泥坊 2025 年各月抖音销量情况



资料来源：蝉妈妈，华西证券研究所

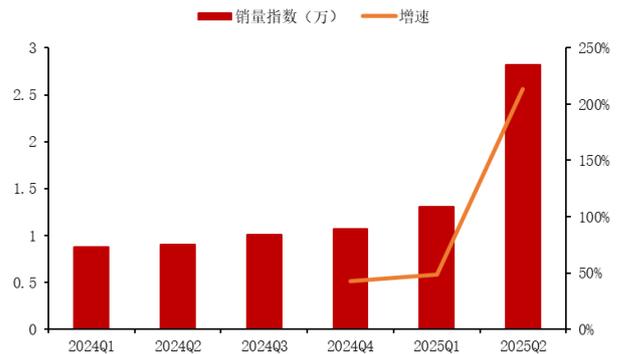
“1+5+N”代理结构稳健，品牌矩阵持续丰盈。公司持续发挥国际平台作用及团队品牌服务和管理能力，以独创的“全球美妆最佳 CP”模式（“1+5+N”层次结构）与美妆发达地区的特色企业建立了深度合作，布局大美妆品类下的细分品类。其中 1 指深度绑定的强生集团，是水羊代理业务的基本盘和稳定增长的重要引擎。其旗下全球第一母婴品牌强生婴儿，打造了全龄覆盖多品类爆款梯队，登上宝宝润肤油双十一大促期间天猫和京东平台热卖榜 TOP1。而 5 大品类分别为护肤、彩妆、个护、香水、健康食品。根据 2024 年报，芬兰代表性天然护肤品牌 LUMENE 通过沉浸式冰雪场景营销，实现超 2000 万的溯源专场落地，并与 B 站共创“溯源北欧·成分探秘”系列内容，打造多场百万级爆款专场，助力曝光超 1000 万，实现品牌声量与用户黏性的多维突破，持续领跑北欧纯净美妆赛道。香水方面，爆品迷藏神谕淡香水和迷藏神谕 46 浓香精在香圈和奢圈备受关注。且在不断加速线下高奢商场拓展，分别在上海张园、无锡恒隆商场、广州天环商场开设线下精品店、专卖店和快闪店，助力品牌形象升级和占领消费者心智。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。

图 3 强生婴儿抖音各季度销量情况



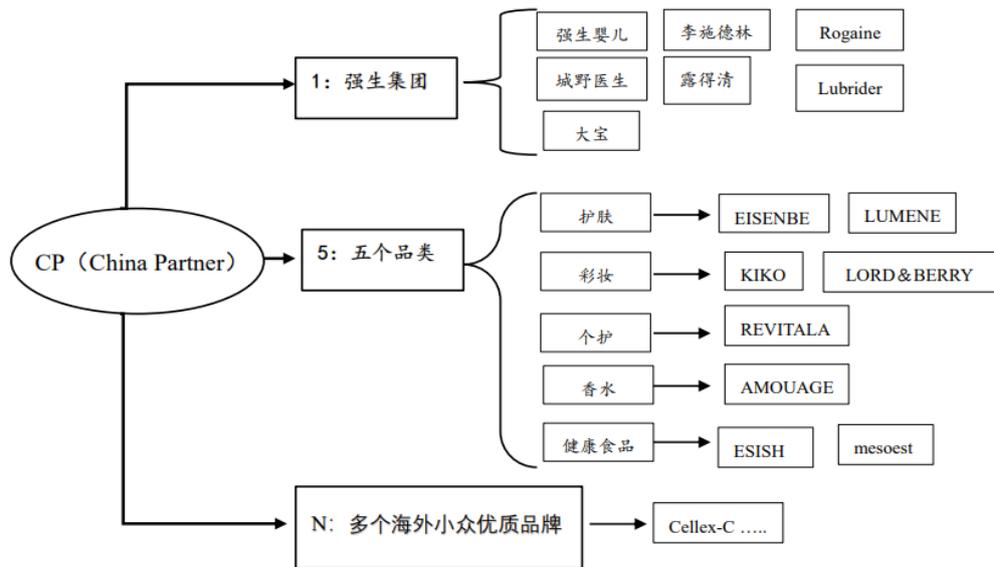
资料来源：蝉妈妈，华西证券研究所

图 4 美斯蒂克抖音各季度销量情况



资料来源：蝉妈妈，华西证券研究所

图 4 CP 品牌代理层次结构



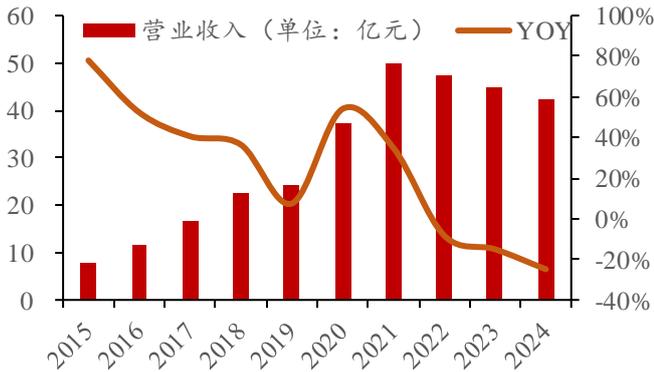
资料来源：公司年报，华西证券研究所

3. 盈利筑底，品牌全面改革后业绩有望回暖

24 年业务销售调整导致业绩承压，25Q1 收入利润态势良好收入利润同增：24 年内公司营收 42.37 亿元（同比-5.69%），归母净利润 1.1 亿元（同比-62.63%），扣非归母净利润 1.18 亿元（同比-56.7%）。业绩变动的主要原因系：初步构建

“新晋高奢美妆集团”标签，业务结构和销售结构进一步调整，加大了高端品牌的品牌与市场费用投入。24 年度内自有品牌实现营业收入 16.51 亿元，占整体营业收入比重保持稳定。2025Q1 营收 10.85 亿元（同比+5.19%），归母净利润 0.42 亿元（同比+4.67%），扣非归母净利润 0.41 亿元（同比-22.78%）。经过去年品牌和战略调整，今年众多品牌重回增长正轨、部分品牌减亏预计将带动利润释放。

图 5 近十年公司营业收入额及其同比增速



资料来源: wind, 华西证券研究所

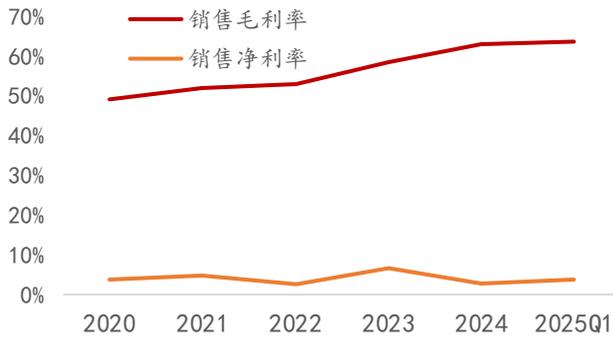
图 6 近十年公司归母净利润额及其同比增速



资料来源: wind, 华西证券研究所

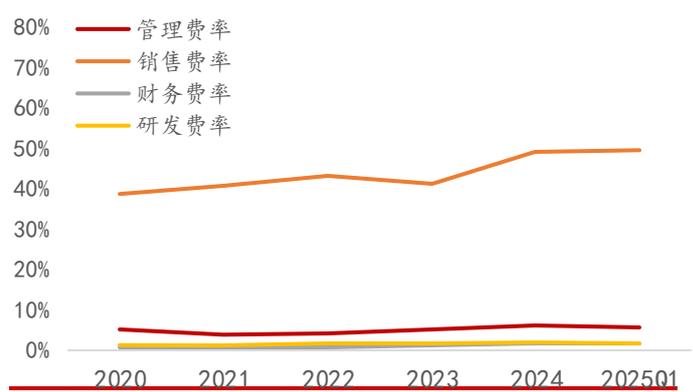
高奢自有品牌占比提升，销售费用高企致盈利承压：公司 24 年毛利率 63.01%（+4.57pct），净利率 2.63%（-4.02pct）依旧承压。期间费率 58.79%（+9.06pct），其中销售费率 49.06%（+7.71pct）系下半年公司对部分品牌的投入未取得预期的转化效果，导致销售费用率增加所致；管理费率 6.15%（+0.91pct）；财务费率 1.64%（+0.20pct）；研发费率 1.94%（+0.24pct），表明公司保持管理、财务和研发成本的控制能力。25Q1 公司毛利率 63.76%（+2.42pct），净利率 3.86%（-0.27pct），主要受益于高毛利品牌伊菲丹、PA 和 RV 等自有品牌占比提升及代理业务结构优化。因自有品牌毛利率为 74.27%，而整体毛利率为 63.01%，品牌结构的改善会拉升公司整体毛利水平，而加大对核心品牌的市场投入导致净利润承压。

图 7 2025Q1 毛利率、净利率分别为 63.76%，3.86%



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 8 近五年及 25Q1 期间费用构成及同比变化



资料来源: wind, 华西证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

公司作为国内目前唯一运营多个高端美妆品牌的集团公司，随着转型后各个自有品牌的品牌力与客户口碑持续积累，看好收入规模与盈利能力持续提升。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 45.66/49.20/53.15 亿元，EPS 分别为 0.67/0.84/1.01 元，对应 2025 年 8 月 11 日 18.28 元收盘价，PE 分别为 27.36/21.78/18.11 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

图 9 盈利预测

单位: 百万元	2024	2025E	2026E	2027E
水乳膏霜	3351.48	3619.59	3909.16	4260.99
YoY	-4.38%	8.00%	8.00%	9.00%
占比	79.10%	79.28%	79.45%	80.17%
面膜	734.75	793.53	857.01	899.86
YoY	-10.80%	8.00%	8.00%	5.00%
占比	17.34%	17.38%	17.42%	16.93%
品牌管理服务和其他	151.01	152.40	153.94	154.12
YoY	-8.09%	0.92%	1.01%	0.12%
占比	3.56%	3.34%	3.13%	2.90%
收入合计	4237.23	4565.52	4920.11	5314.97
YoY	-5.69%	7.75%	7.77%	8.03%
毛利	2669.95	2834.21	3078.21	3376.32
毛利率	63.01%	62.08%	62.56%	63.52%

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 10 可比公司估值表

公司简称	股票代码	收盘价	市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2024	2025E	2026E	2027E	2024	2025E	2026E	2027E
珀莱雅	603605.SH	82.58	327	3.93	4.64	5.41	6.18	21.01	17.80	15.27	13.36
毛戈平	1318.HK	101.40	452	2.18	2.41	3.11	3.95	46.51	42.06	32.59	25.65
上美股份	2145.HK	89.70	325	1.96	2.61	3.28	3.98	45.77	34.30	27.35	22.56
平均值				2.69	3.22	3.93	4.70	37.76	31.39	25.07	20.52
水羊股份	300740.SZ	18.28	71	0.28	0.67	0.84	1.01	58.43	27.36	21.78	18.11

资料来源：Wind，华西证券研究所（收盘日期为 2025/8/11，水羊股份盈利预测来自华西证券研究所，其余为 Wind 一致预测，收盘价单位为原始货币，其余货币单位均为人民币）

5. 风险提示

- 1) 行业竞争加剧；2) 海外市场开拓不及预期；3) 高端品牌经营不及预期

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,237	4,566	4,920	5,315	净利润	112	263	331	399
YoY (%)	-5.7%	7.7%	7.8%	8.0%	折旧和摊销	116	45	47	50
营业成本	1,567	1,731	1,842	1,939	营运资金变动	-45	233	163	-189
营业税金及附加	15	44	48	53	经营活动现金流	266	534	545	266
销售费用	2,079	2,251	2,396	2,604	资本开支	-262	-66	-66	-66
管理费用	261	274	271	292	投资	-69	-10	-10	-10
财务费用	69	-55	-46	-59	投资活动现金流	-335	-59	-67	-68
研发费用	82	82	84	90	股权募资	2	-98	0	0
资产减值损失	-37	-2	-2	-2	债务募资	164	-100	138	56
投资收益	-15	17	8	8	筹资活动现金流	31	-210	50	-45
营业利润	125	296	374	450	现金净流量	-37	265	527	153
营业外收支	0	3	3	3					
利润总额	125	299	377	453	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	14	36	45	54	成长能力				
净利润	112	263	331	399	营业收入增长率	-5.7%	7.7%	7.8%	8.0%
归属于母公司净利润	110	261	327	394	净利润增长率	-62.6%	137.0%	25.6%	20.3%
YoY (%)	-62.6%	137.0%	25.6%	20.3%	盈利能力				
每股收益	0.28	0.67	0.84	1.01	毛利率	63.0%	62.1%	62.6%	63.5%
					净利率	2.6%	5.7%	6.7%	7.4%
					总资产收益率 ROA	2.6%	5.7%	6.6%	7.4%
					净资产收益率 ROE	5.2%	11.5%	13.0%	14.0%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力				
货币资金	477	742	1,269	1,422	流动比率	2.38	2.36	2.40	2.56
预付款项	202	159	184	198	速动比率	1.11	1.30	1.65	1.72
存货	830	801	565	712	现金比率	0.53	0.73	1.10	1.16
其他流动资产	641	706	757	804	资产负债率	50.7%	50.2%	48.9%	46.7%
流动资产合计	2,150	2,408	2,775	3,137	经营效率				
长期股权投资	28	28	28	28	总资产周转率	1.01	1.04	1.04	1.04
固定资产	918	942	965	987	每股指标 (元)				
无形资产	285	285	284	283	每股收益	0.28	0.67	0.84	1.01
非流动资产合计	2,101	2,126	2,149	2,169	每股净资产	5.40	5.79	6.44	7.23
资产合计	4,251	4,534	4,924	5,306	每股经营现金流	0.68	1.37	1.40	0.68
短期借款	353	255	393	449	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	138	365	327	311	估值分析				
其他流动负债	412	403	436	464	PE	65.29	27.36	21.78	18.11
流动负债合计	903	1,022	1,156	1,224	PB	2.45	2.82	2.54	2.26
长期借款	545	545	545	545					
其他长期负债	709	706	706	706					
非流动负债合计	1,254	1,252	1,252	1,252					
负债合计	2,157	2,274	2,408	2,475					
股本	388	380	380	380					
少数股东权益	-2	0	5	10					
股东权益合计	2,094	2,260	2,517	2,830					
负债和股东权益合计	4,251	4,534	4,924	5,306					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。