

2025年08月22日

Q2 验证经营拐点向上，高端美妆集团乘势而上

水羊股份(300740)

评级:	买入	股票代码:	300740
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	22.36/9.6
目标价格:		总市值(亿)	80.03
最新收盘价:	20.52	自由流通市值(亿)	73.67
		自由流通股数(百万)	359.02

事件概述

水羊股份发布 2025 年中报：2025 年上半年实现营收 25.00 亿元，YoY+9.02%，归母净利润 1.23 亿元，YoY+16.54%。其中 2025Q2 实现营收 14.14 亿元，YoY+12.16%，归母净利润 0.81 亿元，YoY+23.76%，扣非归母净利润 YOY+20.27%，净利端增速高于收入，我们判断主要是因为高端自主品牌占比的提升以及内部管控优化提升；25H1 经营活动现金流净额 1.66 亿元（24H1 为-0.62 亿元），主因本期购买商品等支出减少。

分析判断：

► 高端自主品牌势能向上，带动业绩表现抢眼

25H1 公司自有品牌实现营收 10.39 亿元，占整体收入比重达 41.55%，且自有品牌毛利率为 76.83%，同比提升 5.7 个百分点，品牌结构改善带动公司整体毛利率显著提升。代运营 CP 业务，则持续完善各细分品类品牌矩阵布局，聚焦资源、聚焦质量，通过品牌分层分阶管理，提升经营管理质量。聚焦高端自主品牌是公司业绩表现抢眼的主要原因，也验证了我们对公司经营拐点向上的判断。

自主品牌方面：1) 法国高奢护肤品牌 EDB，超级面膜二代以及大单品超级 CP 组合得到市场进一步认可，而精华防晒、rich 面霜等储备单品也实现了高速增长；渠道方面，EDB 继线上以自播为代表的自主销售、平销占比提升，线下则加速扩张，报告期末在中国已开设 8 家直营门店。2) 美国奢华科学功效护肤品牌 RV，品牌曝光度与人群资产持续提升，在小红书平台用户自发发布笔记占比 80%。旗下大单品一夜回春油持续成为天猫进口精华油热销榜第一名，奇肌眼精华多次荣登进口眼部精华热销榜第一名，美誉度持续提升。3) 法国轻奢院线修护品牌 PA，实现销售快速增长。产品方面，联合瑞士实验室在中国区成功推出 4 款全新产品；市场方面，聚焦人群精准度及投放效能，以内容策略及产品力双驱动加强核心人群的渗透。4) 御泥坊则聚焦大众市场，将重心投入到品牌核心成分黑参精粹的背书实力上，并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。

► 毛利率提升提振盈利能力

盈利能力方面，25H1 年公司毛利率、净利率分别为 64.61%、4.93%，同比分别+3.13pct、+0.32pct。25Q2 单季度毛利率、净利率分别为 65.27%、5.76%，同比分别+3.67pct、+0.54pct。毛利率提升主要为自主品牌特别是高端线的占比提升所贡献。期间费用率方面，25H1 公司期间费用率为 57.50%，同比+3.19pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 48.94%、5.22%、1.75%、1.59%，同比分别+2.10pct、0.53pct、+0.36pct、+0.20pct；2025Q2 公司期间费用率为 56.40%，同比+2.51pct，其中销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为 31.45%、3.69%、3.20%、-0.66%，同比分别+1.20pct、+0.90pct、+0.52pct、-0.11pct。销售费用提升相对明显，与聚焦自主品牌投入相一致；研发费用保持较高投入，持续践行“研发赋能品牌”的战略，深入执行“三体两翼一平台”大研发体系在皮肤机理探索、创新原料开发。

投资建议：

水羊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。我们维持盈利预测，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 22 日 20.52 元收盘价，PE 分别为 31/24/20 倍，维持“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	27.00	73.29	30.71	24.45	20.33

资料来源：Wind，华西证券研究所

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：

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	73.29	30.71	24.45	20.33
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在最新状态。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。

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。