

事件：水羊股份发布 2025 年半年度报告。 25H1 公司实现营收 25.00 亿元，同比+9.02%；归母净利润 1.23 亿元，同比+16.54%；扣非归母净利润 1.21 亿元，同比+1.04%。25Q2 公司实现营收 14.14 亿元，同比+12.16%；归母净利润 8141.24 万元，同比+23.76%；扣非归母净利润 7941.15 万元，同比+20.27%。

自有品牌收入占比超 40%。 25H1 分产品来看：**1) 面膜类产品**，实现营收 4.23 亿元，同比+17.96%；**2) 水乳膏霜类产品**，实现营收 19.97 亿元，同比+11.70%。公司聚焦高端品牌建设，其品牌势能持续放大，结构改善成效显著，自有品牌实现营业收入 10.39 亿元，占整体 41.55%。

25H1 毛利率同比+3.13pct，盈利能力稳步提升。 **1) 毛利率方面**，25H1 公司毛利率为 64.61%，同比+3.13pct；25Q2 公司毛利率为 65.27%，同比+3.67pct。其中自有品牌毛利率高达 76.83%，同比+5.7pct。**2) 费用率方面**，25H1 公司销售/管理/研发费用率分别为 48.94%/5.22%/1.75%，同比+2.10pct/+0.53pct/+0.36pct；25Q2 公司销售/管理/研发费用率分别为 48.47%/4.80%/1.62%，同比+1.20pct/+0.90pct/+0.52pct。**3) 净利率方面**，25H1 公司归母净利率为 4.93%，同比+0.32pct；扣非归母净利率为 4.82%，同比-0.38pct。25Q2 公司归母净利率为 5.76%，同比+0.54pct；扣非归母净利率为 5.61%，同比+0.38pct。

自有高端品牌矩阵陆续成型，贡献后续长期发展动能。 **1) 伊菲丹：**定位法国高奢护肤品牌，通过“超级面膜+胶原精粹水”超级 CP 组合实现市场认知进一步加强。线上自播占比提升，线下于上海张园开设亚洲首家城堡店并创新五感 SPA 体验，强化高奢形象。**2) PA：**定位法国轻奢院线修护品牌，25H1 实现高增，产品端联合瑞士实验室在中国区推出 4 款新品，完善产品体系。**3) RV：**定位美国奢华科学功效护肤品牌，大单品“一夜回春油”持续位居天猫进口精华油热销榜第一，“奇肌眼精华”多次登顶进口眼部精华热销榜 TOP1，小红书平台用户自发笔记占比高达 80%，品牌声量持续扩大。

代理业务经营质量持续提升。以西班牙专业医美院线品牌**美斯蒂克**为例，其借 40 周年庆典在杭州举办全龄美白家族发布会，邀请品牌挚友李湘等超 200 位明星达人参与，明星产品“亮白饮”荣获艾媒咨询销量 TOP1 认证；通过抖音、小红书、天猫等多渠道精细化运营，带动品牌规模稳步上涨，进一步巩固其在医美美白赛道的领导地位。

投资建议：我们预计 25-27 年公司归母净利润分别为 2.5/3.4/4.3 亿元，同比增速分别为+129.6%/32.7%/28.0%，对应 PE 分别为 33X/25X/20X，维持“推荐”评级。

风险提示：行业竞争加剧、收购品牌培育不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	4,237	4,555	4,933	5,407
增长率 (%)	-5.7	7.5	8.3	9.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	110	253	335	429
增长率 (%)	-62.6	129.6	32.7	28.0
每股收益 (元)	0.28	0.65	0.86	1.10
PE	77	33	25	20
PB	4.0	3.6	3.1	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 25 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

21.57 元

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@mszq.com

相关研究

1.水羊股份 (300740.SZ) 事件点评：RV 正式进入中国市场，公司持续推进全球化高奢化妆品管理集团战略转型-2024/12/18

2.水羊股份 (300740.SZ) 2024 年三季度点评：聚焦发展高端品牌，EDB 淡季逆势增长，期待后续业绩表现-2024/10/31

3.水羊股份 (300740.SZ) 事件点评：签约收购美国高档美妆品牌，全球化高奢化妆品管理集团更进一步-2024/10/15

4.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

5.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

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,237	4,555	4,933	5,407
营业成本	1,567	1,685	1,815	1,973
营业税金及附加	15	23	25	27
销售费用	2,079	2,164	2,319	2,514
管理费用	261	251	247	270
研发费用	82	84	92	103
EBIT	221	362	452	541
财务费用	69	61	58	56
资产减值损失	-37	-14	-15	0
投资收益	-15	5	10	11
营业利润	125	294	391	501
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	125	293	391	501
所得税	14	41	55	70
净利润	112	252	337	431
归属于母公司净利润	110	253	335	429
EBITDA	337	489	580	672

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	477	684	901	2,278
应收账款及票据	352	413	434	0
预付款项	202	185	182	0
存货	830	688	717	0
其他流动资产	289	291	300	242
流动资产合计	2,150	2,262	2,533	2,520
长期股权投资	28	28	28	28
固定资产	918	1,026	1,105	1,111
无形资产	285	290	295	295
非流动资产合计	2,101	2,235	2,324	2,322
资产合计	4,251	4,497	4,857	4,842
短期借款	353	353	353	353
应付账款及票据	138	173	171	0
其他流动负债	412	365	390	115
流动负债合计	903	891	914	468
长期借款	545	545	545	545
其他长期负债	709	708	708	708
非流动负债合计	1,254	1,253	1,253	1,253
负债合计	2,157	2,144	2,168	1,722
股本	388	390	390	390
少数股东权益	-2	-2	-1	1
股东权益合计	2,094	2,352	2,689	3,120
负债和股东权益合计	4,251	4,497	4,857	4,842

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-5.69	7.50	8.30	9.60
EBIT 增长率	-45.62	64.25	24.75	19.57
净利润增长率	-62.63	129.65	32.75	28.04
盈利能力 (%)				
毛利率	63.01	63.00	63.20	63.50
净利润率	2.59	5.54	6.79	7.94
总资产收益率 ROA	2.59	5.62	6.90	8.86
净资产收益率 ROE	5.24	10.72	12.46	13.76
偿债能力				
流动比率	2.38	2.54	2.77	5.38
速动比率	1.11	1.43	1.66	5.14
现金比率	0.53	0.77	0.99	4.87
资产负债率 (%)	50.73	47.69	44.63	35.56
经营效率				
应收账款周转天数	31.91	30.06	30.92	14.45
存货周转天数	186.57	162.11	139.29	65.36
总资产周转率	1.01	1.04	1.05	1.11
每股指标 (元)				
每股收益	0.28	0.65	0.86	1.10
每股净资产	5.38	6.04	6.90	8.00
每股经营现金流	0.68	1.33	1.25	3.99
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	77	33	25	20
PB	4.0	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA	28.48	19.63	16.56	14.28
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	112	252	337	431
折旧和摊销	116	126	127	132
营运资金变动	-45	65	-49	944
经营活动现金流	266	517	488	1,557
资本开支	-262	-226	-196	-107
投资	-69	0	0	0
投资活动现金流	-335	-231	-186	-96
股权募资	2	0	0	0
债务募资	164	0	0	0
筹资活动现金流	31	-79	-84	-84
现金净流量	-37	207	218	1,377

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获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048