

美容护理

2025年09月11日

水羊股份 (300740)

——自有&CP 品牌双轮驱动，高端化全球化转型

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

投资要点:

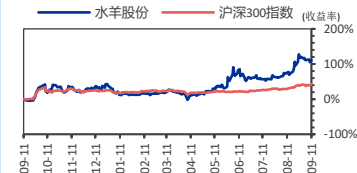
- 自有+CP 品牌双轮驱动，转型高端化全球化美妆集团。**水羊股份是中国领先的科技型美妆企业，2006年成立，形成“自有品牌+CP 代理品牌”双业务格局。**1) 股权：**戴跃锋夫妇合计持股 43.10%，股权结构稳定；**2) 管理：**创始人戴跃锋深耕行业近 20 年，核心团队兼具美妆运营与数字化经验，治理稳健；**3) 财务：**2021-2024 年营收稳定在 40-50 亿元区间，2024 年毛利率 63.01% (较 2021 年提升 10.94pct)，研发费用率 1.94%，自营渠道毛利率达 67.82%，盈利质量持续优化。
- 全品牌矩阵+全渠道能力+强研发壁垒，构建差异化竞争力。****1) 品牌矩阵：**高端线形成“EDB (高奢敏感肌)+PA (中高端修护)+RV (高奢科技抗衰)”三角，2023 年 EDB 全球 GMV 破 10 亿元，PA 中国区营收 2024 年增超 700%；大众线御泥坊、大水滴等覆盖细分需求，御泥坊黑参系列获国际原料认证；代理业务合作 50+ 国际品牌 (如 KIKO、LUMENE)，“全球美妆最佳 CP”模式高效赋能；**2) 渠道：**线上抖音营收占比 40.77% (2024 年)，线下布局 SKP、张园城堡店等高端场景，自营渠道占比 72.65%，全渠道协同增效；**3) 研发：**“三体两翼一平台”体系支撑 10 余种独有原料技术，黑参提取物、PQQ 等新原料获国际认可，2024 年授权发明专利 27 项，产学研合作强化技术壁垒。
- 高端并购+本土运营+全球拓展，双业务协同打开增长空间。****1) 高端品牌加速放量：**EDB 通过“明星代言+场景营销”渗透高奢市场，RV 借力中国盛典活动开启本土化，PA 依托融雪面膜爆款稳居涂抹面膜赛道前列，三大品牌形成价格带与场景互补；**2) 大众品牌焕新：**御泥坊以黑参系列突破技术壁垒，大水滴、小迷糊聚焦年轻客群巩固基本盘；**3) 代理业务优化：**非强生系品牌 (如 KIKO、AMOUAGE) 高速增长，对冲强生系短期波动，全品类布局提升抗风险能力。长期看，全球并购补充品牌矩阵，数字化中台提升运营效率，海内外渠道协同推动增长。
- 完善自有品牌矩阵，打造高端美妆集团。**自有品牌端，大众品牌焕新，同时通过收购伊菲丹 (EDB)、佩尔赫乔 (PA)、瑞维斐 (RV) 等品牌形成高端品牌梯队；代理品牌 (CP) 业务合作超 50 个国际品牌，依托“全球美妆最佳 CP”模式高效赋能。公司线上渠道在抖音等新兴平台表现突出，研发端布局新原料与技术转化，支撑品牌长期竞争力。我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 2.58/3.31/3.98 亿元，同增 134.9%/28.1%/20.2%；PE 分别为 33/26/22 倍。**首次覆盖，给予“买入”评级。**
- 风险提示：**品牌运营风险；代理业务波动风险；研发转化不及预期风险；渠道竞争加剧风险；国际市场拓展风险等。

| | |
|----------------|--------------------|
| 市场数据: | 2025年09月11日 |
| 收盘价 (元) | 22.05 |
| 一年内最高/最低 (元) | 24.88/9.60 |
| 市净率 | 4.2 |
| 股息率% (分红/股价) | - |
| 流通 A 股市值 (百万元) | 7,916 |
| 上证指数/深证成指 | 3,875.31/12,979.89 |

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

| | |
|-----------------|-------------|
| 基础数据: | 2025年06月30日 |
| 每股净资产 (元) | 5.29 |
| 资产负债率% | 48.93 |
| 总股本/流通 A 股 (百万) | 390/359 |
| 流通 B 股/H 股 (百万) | -/- |

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

证券分析师

王立平 A0230511040052

wanglp@swsresearch.com

王盼 A0230523120001

wangpan@swsresearch.com

联系人

王盼

(8621)23297818x

wangpan@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

| | 2024 | 2025H1 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 (百万元) | 4,237 | 2,500 | 4,630 | 4,996 | 5,382 |
| 同比增长率 (%) | -5.7 | 9.0 | 9.3 | 7.9 | 7.7 |
| 归母净利润 (百万元) | 110 | 123 | 258 | 331 | 398 |
| 同比增长率 (%) | -62.6 | 16.5 | 134.9 | 28.1 | 20.2 |
| 每股收益 (元/股) | 0.28 | 0.32 | 0.66 | 0.85 | 1.02 |
| 毛利率 (%) | 63.0 | 64.6 | 66.4 | 67.3 | 68.1 |
| ROE (%) | 5.2 | 5.7 | 11.4 | 12.7 | 13.3 |
| 市盈率 | | | | | |

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

投资案件

投资评级与估值

完善自有品牌矩阵，打造高端美妆集团。自有品牌端，大众品牌焕新，同时通过收购伊菲丹（EDB）、佩尔赫乔（PA）、瑞维斐（RV）等品牌形成高端品牌梯队；代理品牌（CP）业务合作超 50 个国际品牌，依托“全球美妆最佳 CP”模式高效赋能。同时，公司线上渠道在抖音等新兴平台表现突出，研发端布局新原料与技术转化，支撑品牌长期竞争力。我们预计公司 25-27 年归母净利润分别为 2.58/3.31/3.98 亿元，同增 134.9%/28.1%/20.2%；PE 分别为 33/26/22 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

我们按照公司业务进行拆分：

1) 产品销售：公司的自有品牌矩阵涵盖高端线（伊菲丹 EDB、佩尔赫乔 PA、瑞维斐 RV）与大众线（御泥坊、大水滴、小迷糊等），随着高端品牌全球渠道拓展与大众品牌新品迭代，自有品牌有望持续贡献增长动能，我们预计 2025-2027 年该板块营收增速分别为 8%/8%/7.8%，营收分别为 44.1/47.7/51.4 亿元。

2) 品牌管理服务：代理品牌业务以“全球美妆最佳 CP”模式为核心，合作超 50 个国际品牌，涵盖护肤、彩妆、个护等品类。尽管受强生系短期波动影响，但公司通过优化品牌结构、拓展高毛利品类，代理业务长期增长逻辑清晰。我们预计 2025-2027 年该板块营收分别为 1.03/1.04/1.05 亿元。

有别于大众的认识

市场担忧水羊的收入过度依赖代理品牌。但实际自有品牌无论是大众品牌，还是收购的国际高端品牌，都在经历业务重构焕新。2024 年，水羊的自有品牌中伊菲丹全球 GMV 突破 10 亿元、佩尔赫乔中国区营收增长超 700%，御泥坊黑参系列成为爆款，自有品牌营收占比持续提升；代理业务内部结构亦在优化，虽强生系品牌仍有贡献，但非强生系品牌增速显著，降低了对单一体系的依赖。形成代理业务提供现金流+自有品牌贡献增长的协同格局，而非被动依赖。

市场认为水羊股份在高端品牌的培育上需要持续投入大量资金用于营销、渠道拓展及本土化运营，短期难见回报。我们认为不同于激进扩张，水羊先以 2 年时间验证伊菲丹的“收购+本土化”模式，后续纳入 RV 形成高端矩阵，每一步均以“单品爆款+精准渠道”降低试错成本，如伊菲丹超级面膜通过抖音营销单场破千万，瑞维斐回春油依托 SKP 渠道快速起量。同时，高端品牌毛利率超 60%，显著高于行业，且与大众品牌共享供应链和数字化中台，资源复用率提升，资源利用效率提高。

股价表现的催化剂

高端品牌增长超预期；代理业务结构优化；渠道协同效应显现；研发转化落地等。

核心假设风险

品牌运营风险；代理业务波动风险；研发转化不及预期风险；渠道竞争加剧风险；国际市场拓展风险。

目录

| | |
|---|-----------|
| 1. 高端化、全球化转型，品牌势能持续强化 | 7 |
| 1.1 大众品牌+CP 业务稳健，高端品牌持续推进 | 7 |
| 1.2 股权结构集中稳定，管理团队经验丰富 | 9 |
| 1.3 转型成效显著，25 年业绩恢复增长趋势 | 11 |
| 2. 品牌矩阵：业务结构优化，转型高端美妆集团 | 14 |
| 2.1 高端品牌布局：EDB+PA+RV，打造高端品牌矩阵 | 14 |
| 2.1.1 伊菲丹 (EviDenSdeBeauté)：融合法日美学，聚焦敏肌抗老 | 17 |
| 2.1.2 佩尔赫乔 (PierAugé)：法国院线经典，专注肌肤修护 | 21 |
| 2.1.3 瑞维斐 (RéVive)：医美背景，高端抗衰典范 | 22 |
| 2.2 大众品牌：御泥坊深耕东方文化，多元布局覆盖大众护肤需求 | 24 |
| 2.3 其他品牌：持续收购优质品牌，拓赛道寻增量 | 25 |
| 2.4 代理品牌：合作品类丰富，数字化平台赋能全球品牌 | 26 |
| 3. 竞争优势：渠道+营销+研发进阶，资源高效配置 | 26 |
| 3.1 渠道：强化数字化运营，积极布局新兴渠道 | 26 |
| 3.2 营销：精准洞察消费者需求，营销资源高效配置 | 29 |
| 3.3 研发端：持续加码奠定发展基础，生产优势稳步夯实 | 32 |
| 4. 盈利预测与估值 | 35 |
| 4.1 盈利预测 | 35 |
| 4.2 投资分析意见 | 35 |
| 5. 风险提示 | 36 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 水羊股份发展历程..... | 7 |
| 图 2: 公司股权结构 (截至 2025 年 6 月 30 日) | 9 |
| 图 3: 2021-2025H1 营业收入 (亿元) 及增速%..... | 11 |
| 图 4: 2021-2025H1 公司归母净利润及增速% | 11 |
| 图 5: 毛利率稳步提升, 净利率小幅波动 | 11 |
| 图 6: 销售费用率上行 | 11 |
| 图 7: 2021-2024 年细分业务营业收入 (亿元) | 12 |
| 图 8: 2021-2024 年细分业务营收占比 (%) | 12 |
| 图 9: 水乳膏霜、面膜毛利率稳升 (%) | 12 |
| 图 10: 2021-2024 年细分销售模式营业收入 (亿元) | 13 |
| 图 11: 2021-2024 年细分销售模式营收占比 (%) | 13 |
| 图 12: 2021-2024 细分销售模式毛利率变化 (%) | 13 |
| 图 13: 欧莱雅已构筑 50 个品牌的超级矩阵..... | 15 |
| 图 14: 公司自有品牌体系高端化、全球化 | 16 |
| 图 15: QAI 抗衰老护肤配方..... | 17 |
| 图 16: 超级面膜 17 年来首度升级..... | 17 |
| 图 17: 伊菲丹产品布局 | 18 |
| 图 18: 伊菲丹“以爱为本”微电影..... | 20 |
| 图 19: 伊菲丹携手抖音原生综艺 IP | 20 |
| 图 20: 伊菲丹线下专柜 | 20 |
| 图 21: 伊菲丹上海张园城堡店..... | 20 |
| 图 22: PA 产品布局 | 21 |
| 图 23: 瑞维斐回春油..... | 23 |
| 图 24: RV 六大产品系列..... | 23 |
| 图 25: 御泥坊护肤解决方案探索 | 25 |
| 图 26: 御泥坊黑参系列产品 | 25 |
| 图 27: 合作品牌覆盖全球..... | 26 |
| 图 28: 部分合作品牌..... | 26 |
| 图: 公司各渠道分布及销售收入占比 (%) | |

| | |
|--|----|
| 图 30: 2021-2024 分渠道销售占比表现 (%) | 27 |
| 图 31: 2021-2024 分渠道销售毛利率变化 (%) | 27 |
| 图 32: 2024 第三方平台营业收入占比表现 (%) | 28 |
| 图 33: 2022-2024 抖音、淘系平台营业收入 (万元) | 28 |
| 图 34: 2021-2024 自营模式占营业收入比重变化 (%) | 28 |
| 图 35: 2021-2024 自营模式毛利率及增速 (%) | 28 |
| 图 36: 水羊线下渠道合作伙伴..... | 28 |
| 图 37: EDB 和 AMOUAGE 的张园线下店..... | 28 |
| 图 38: 2021-2024 销售费用及销售费用率 (万元, %) | 29 |
| 图 39: VAA 达人种草 | 30 |
| 图 40: KIKO 米兰时装秀活动图 | 30 |
| 图 41: EDB 水疗中心合作伙伴..... | 31 |
| 图 42: RV 全面进入中国发布会 | 31 |
| 图 43: 2023 年水羊全球品牌节 | 31 |
| 图 44: “三体两翼一平台” 研发创新体系 | 32 |
| 图 45: 2021-2024 公司研发费用及增速 (万元, %) | 32 |
| 图 46: 2021-2024 公司研发费用率 (%) | 32 |
| 图 47: 2021-2024 公司研发人员数量 (人) | 33 |
| 图 48: 2024 公司研发人员占比 (%) | 33 |
| 图 49: 公司产学研合作机构 | 33 |
| 图 50: 水羊 PQQ 二钠盐化妆品新原料..... | 34 |
| 图 51: 水羊黑参提取物化妆品新原料 | 34 |
| | |
| 表 1: 水羊 “自有+代理” 双业务驱动产品布局 (部分品牌) | 8 |
| 表 2: 水羊股份高管团队履历..... | 10 |
| 表 3: 水羊旗下三大高端自有品牌..... | 14 |
| 表 4: 欧莱雅高档化妆品部护肤品牌收购路径..... | 15 |
| 表 5: 淘宝天猫热销涂抹面膜销售额 TOP10 (2023.1-2024.3) | 18 |
| 表 6: 2024 年抖音渠道防晒化妆品 TOP10 | 19 |
| 表 7: PA 品牌历史..... | 21 |
| 表 8: 抖音热销涂抹面膜销售额 TOP10 (2023.1-2024.3) | 22 |

| | |
|-----------------------------|----|
| 表 9: 公司旗下经典大众品牌..... | 24 |
| 表 10: 公司旗下自有品牌矩阵 (部分) | 25 |
| 表 11: 水羊股份研发主要内容 | 34 |
| 表 12: 公司收入拆分 | 35 |
| 表 13: 可比公司估值 | 36 |

1. 高端化、全球化转型，品牌势能持续强化

1.1 大众品牌+CP 业务稳健，高端品牌持续推进

水羊股份是一家科技型新消费美妆集团，以“研发赋能品牌，数字赋能组织”为核心，采用“自有品牌与 CP 品牌双业务驱动”模式。旗下自有大众品牌包括御泥坊、大水滴、小迷糊、御、VAA、HPH 等，收购国际高奢美妆品牌伊菲丹（EDB）、佩尔赫乔（PA）、瑞维斐（RV）、H&B 等。在 CP 合作与国际代理方面，于 2018 年推出数字化驱动的国际美妆开放平台“水羊国际”，开创“CP”合作模式，合作超 50 个国际品牌，并与科赴（强生）集团（宝洁）深度合作，代理城野医生等 10+ 优质品牌。

水羊股份的发展历程可分为以下三个阶段：

初创期（2006-2010 年）：御泥坊奠基，线上团队搭建。 2006 年，御家汇（水羊股份）前身长沙百拍网络有限公司成立，同年，御泥坊品牌诞生；2007 年，御泥坊淘宝团队组建，重点进军线上；2008 年，御泥坊品牌与运营公司合并重组；2009 年，御泥坊品牌获“中国网上零售消费品牌 50 强”；2010 年，御泥坊品牌借《天天向上》打响名气。

拓展期（2011-2020 年）：品牌矩阵拓展，代理业务开拓。 2011 年，花瑶花品牌诞生，公司自建商城、产业链多模式发展；2012 年，获深创投投资，资本助力发展；2013 年，小迷糊品牌成立；2014 年，公司获顺为基金投资，同年小迷糊品牌成立；2015 年收购台湾地区薇风品牌（后改名大水滴），转型为产业链完整的互联网美妆企业；2017 年，公司与强生（现为科赴）达成战略合作，开启跨企业合作；2018 年在深交所上市，推出国际美妆开放平台“水羊国际”，为海外美妆品牌提供中国市场全域代理。

转型期（2021-至今）：高端化转型，持续收购。 2021 年公司升级为水羊股份，规划双业务战略以“自有品牌”为主、“CP 品牌”代理业务为辅，走高端化发展路径；2022 年，水羊股份连续收购法国中高端品牌 PA、高端护肤品牌伊菲丹，资源向自有高端品牌倾斜，核心品牌由御泥坊转变为伊菲丹；2024 年收购美国高端美妆品牌 RéVive，高端化转型决心坚定。

图 1：水羊股份发展历程



资料来源：水羊公司官网，申万宏源研究

“自有+代理”双业务驱动，构建多品牌矩阵。自有品牌体系中，高端线汇聚了法国高奢护肤且专注敏感肌抗衰的 EDB、法国轻奢院线修护的 PA 以及美国奢华科学功效护肤的 RV；大众线则有致力于东方肌肤护理的国民品牌御泥坊、熬夜肌专研的大水滴、精简护肤的小迷糊以及东方骨相彩妆的 VAA。CP 品牌体系在国际代理与合作方面成果丰硕，护肤、彩妆、个护/健康、香水品类均有品牌合作，目前合作国际品牌已有 50+。

表 1：水羊“自有+代理”双业务驱动产品布局（部分品牌）

| CP 品牌 | | | | | |
|-------|------------|------|------|------------|------|
| 分类 | 产品 | 成立年份 | 产品标识 | 主打方向 | 代表产品 |
| 护肤 | 大宝 | 1999 | | 国民护肤品牌 | |
| | LUMENE | 1970 | | 芬兰天然护肤品牌 | |
| | 伊诗贝格 | 2001 | | 欧洲高端品牌 | |
| 彩妆 | KIKO | 1997 | | 意大利时尚彩妆 | |
| | LORD&BERRY | 1992 | | 米兰专业秀场彩妆品牌 | |
| 个护/健康 | 李施林德 | 1879 | | 美国百年漱口水品牌 | |
| | 强生婴儿 | 1887 | | 全球第一母婴品牌 | |
| | 美斯蒂克 | 1985 | | 西班牙专业医美品牌 | |
| 香水 | AMOUAGE | 1983 | | 阿曼王室香水品牌 | |

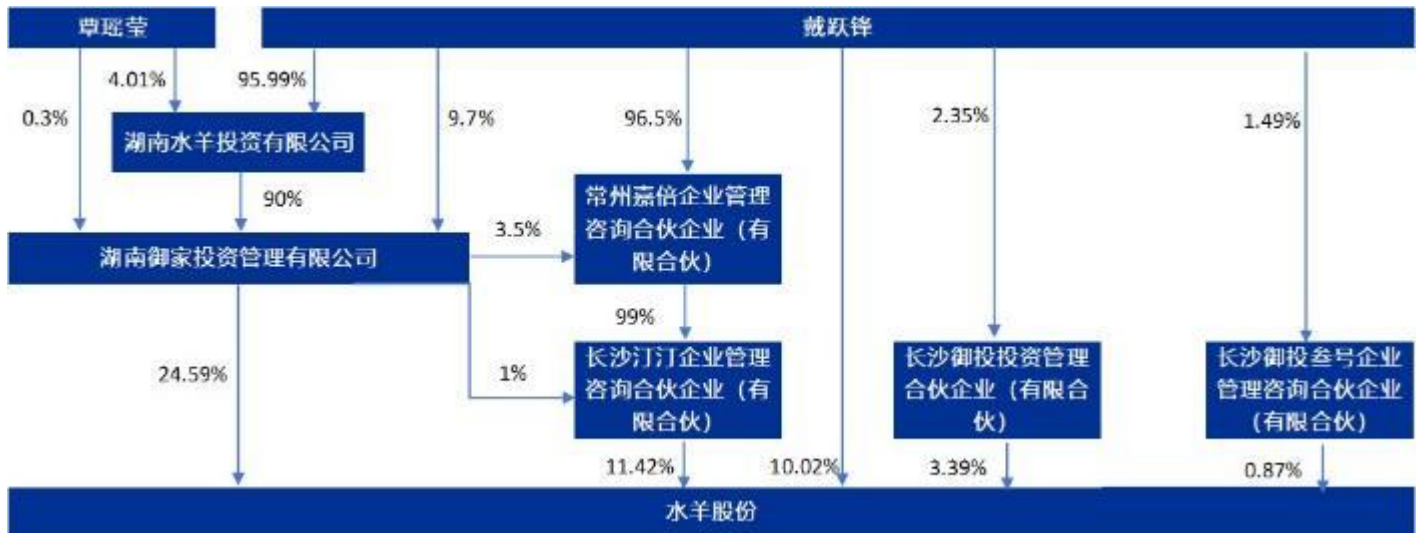
| 自有品牌 | | | | | | |
|-------------|-----------------|------|------------|-----|---------------|------|
| 分类 | 产品 | 成立年份 | 产品标识 | 定位 | 主打方向 | 代表产品 |
| 护肤 | 御泥坊 | 2006 | | 大众线 | 东方肌肤护理，国民品牌 | |
| | 大水滴 | 2001 | | | 熬夜肌专研 | |
| | 御MEN | 2019 | | | 男士压力护肤 | |
| | 小迷糊 | 2014 | | | 精简护肤 | |
| | HAWKINS&BRIMBLE | 2016 | | | 男士强效小剂型护肤 | |
| | 伊菲丹 (EDB) | 2007 | | 高端线 | 法国高奢护肤，敏感肌抗衰老 | |
| | PIER AUGÉ (PA) | 1961 | | | 法国轻奢院线修护 | |
| RéVive (RV) | 1997 | | 美国奢华科学功效护肤 | | | |
| 彩妆 | VAA | 2019 | | 大众线 | 东方骨相彩妆 | |

资料来源：公司招股书、公司年报、公司官网、申万宏源研究

1.2 股权结构集中稳定，管理团队经验丰富

公司股权结构集中，创始人控股近半。公司创始人戴跃锋作为公司的实际控制人，通过直接持股和间接控制的方式，截至 2025 年 6 月 30 日，共持有公司已发行股本总额的约 45%，其夫人覃瑶莹持股约 1%，近半股份集中于创始人夫妇，股权结构集中。

图 2：公司股权结构（截至 2025 年 6 月 30 日）



资料来源：Wind，申万宏源研究

高管经验丰富，助力公司持续发展。公司管理层兼具美妆深耕经验与跨领域能力，创始人、董事长兼总经理戴跃锋，系国家“万人计划”领军人才，获德国红点设计大奖等荣誉，带领公司构建多品牌矩阵、拓展跨境业务，战略与管理能力突出；其余管理层如吴小瑾、张虎儿、邹飞等产业背景多元，涵盖品牌运营、供应链管理、跨境业务、财务管理等关键领域，兼具实战管理经验与专业知识储备，助力公司把握美妆市场机遇。

表 2：水羊股份高管团队履历

| 姓名 | 年龄 | 学历 | 任期起始时间 | 职位 | 履历 |
|-----|----|----|--------|------------|---|
| 戴跃锋 | 43 | 本科 | 2016 年 | 董事长、总经理 | 水羊股份创始人及实际控制人。现任公董事长兼总经理。 |
| 张虎儿 | 39 | 硕士 | 2016 年 | 董事 | 历任湖南御家汇网络有限公司供应链部部长、水羊股份供应链管理部部长。2013 年 7 月至 2019 年 9 月任公司副总经理，2014 年 12 月至今任公司董事。 |
| 黄晨泽 | 35 | 本科 | 2025 年 | 董事 | 历任公司小迷糊品牌事业部总监、新锐品牌事业部总经理、御泥坊品牌事业部总经理，现任达播体系部总经理。2019 年 9 月至 2022 年 8 月任公司董事，2022 年 8 月至 2025 年 8 月任公司副总经理。 |
| 王英平 | 52 | 专科 | 2025 年 | 董事 | 2017 年 12 月至今，任水羊股份公共事务总监；2022 年至今，任水羊股份工会主席；2024 年至今，任水羊股份党委书记。兼任长沙市电子商务协会会长。 |
| 吴小瑾 | 44 | 博士 | 2016 年 | 副总经理、董事会秘书 | 曾任职于拓维信息系统股份有限公司、招商湘江产业投资管理有限公司，2015 年 6 月至今任公司董事会秘书，2016 年 9 月至今任公司副总经理。 |
| 旷毅 | 38 | 本科 | 2025 年 | 副总经理 | 历任水羊股份移动互联网学院运营经理、运营总监。现任水羊股份人力资源总监，2016 年 9 月至 2025 年 8 月任公司监事。 |
| 沈志安 | 45 | 本科 | 2025 年 | 副总经理 | 曾就职康师傅顶新国际集团安徽企划经理、新加坡益海嘉里公司南京公司经理、中物华商国际物流（安徽）有限公司总经理，荣程集团上海麒恒电子商务有限公司总经理。2021 年 7 月至今担任水羊集团股份有限公司大行政负责人。 |
| 颜红玉 | | 本科 | 年 | 副总经理 | 年 月入职，年 月任水羊国际事业部经理， |

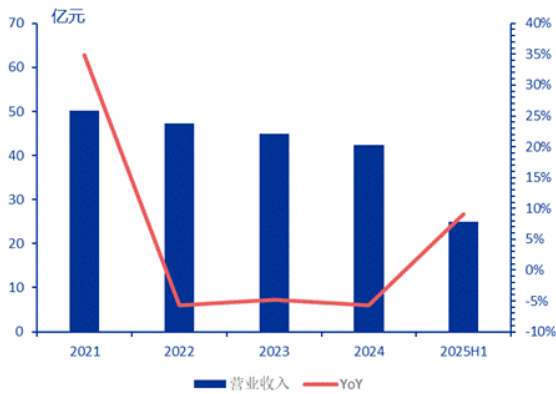
| 姓名 | 年龄 | 学历 | 任期起始时间 | 职位 | 履历 |
|----|----|----|--------|------|---|
| 邹飞 | 36 | 硕士 | 2024年 | 财务总监 | 2020年8月任KIKO品牌学院经理，2020年10月任水羊股份伊菲丹品牌部经理，2021年1月任水羊股份伊菲丹品牌部总监，2023年1月至今任水羊股份伊菲丹品牌事业部总经理。 中级会计师，曾任华为技术有限公司财务主管，腾讯(科技)有限公司高级财务分析经理，2021年7月起任公司水羊制造财务部部门总监、财务直属部门总监、自有品牌财务部部门总监。2024年4月至今任公司财务总监。 |

资料来源：公司招股书、公司公告、公司官网、申万宏源研究

1.3 转型成效显著，25 年业绩恢复增长趋势

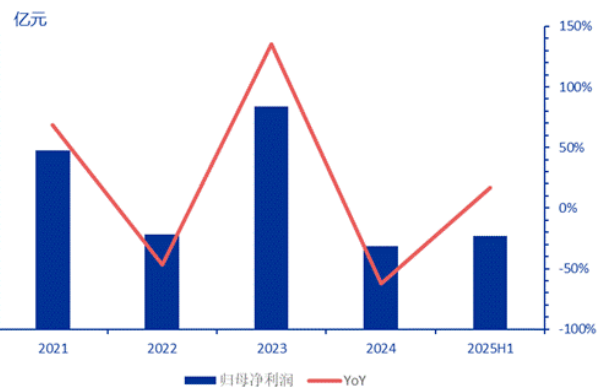
自有品牌高端化转型成效显著，盈利水平显著改善。2022-2025H1 公司营收分别为 47.22/44.93/42.37/25 亿元，分别同比-5.74%/-4.86%/-5.7%/9.02%，同期归母净利润分别为 1.25/2.94/1.1/1.23 亿元，同比波动较大，分别-47.03%/135.2%/-62.59%/16.54%，2022 及 2024 年公司业绩下滑，主要系淘系渠道红利衰退及行业竞争加剧，叠加公司转型，增长动力切换。2025 年以来公司业绩呈现复苏趋势，25H1 营收净利均恢复双位数增长。

图 3：2021-2025H1 营业收入（亿元）及增速%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：2021-2025H1 公司归母净利润及增速%

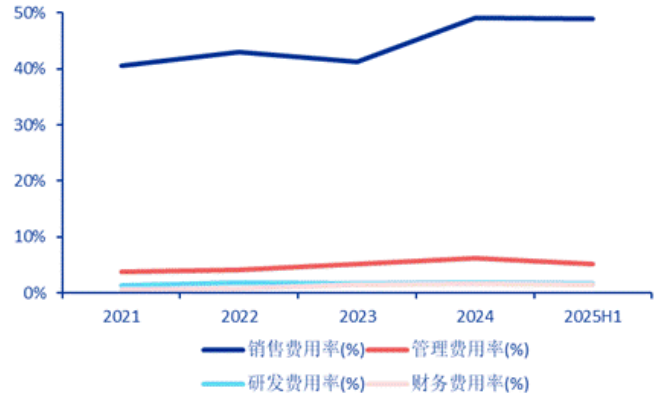
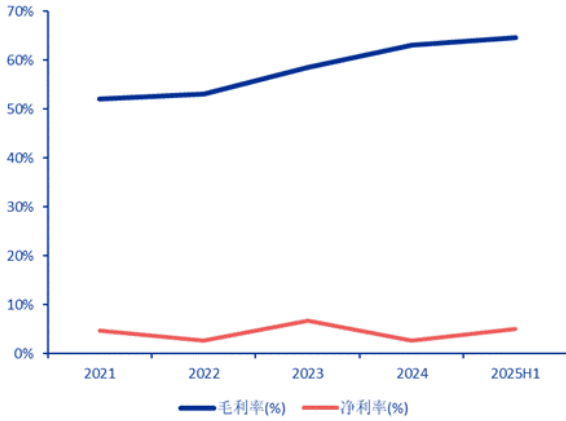


资料来源：Wind，公司公告，申万宏源研究

高端化转型拉动毛利率上行，净利率波动。盈利能力方面，随着高端品牌伊菲丹放量叠加渠道结构优化，2021-2025H1 毛利率从 52.07%持续爬坡至 64.61%；净利率受期间费用率影响呈现波动趋势，2021-2025H1 净利率分别为 4.70%/2.60%/6.65%/2.63%/4.94%；期间费用方面，2021-2025H1 管理、研发、财务费用率稳中有增，销售费用率从 40.50%上行至 48.94%，支持新品牌进行市场拓展。

图 5：毛利率稳步提升，净利率小幅波动

图 6：销售费用率上行

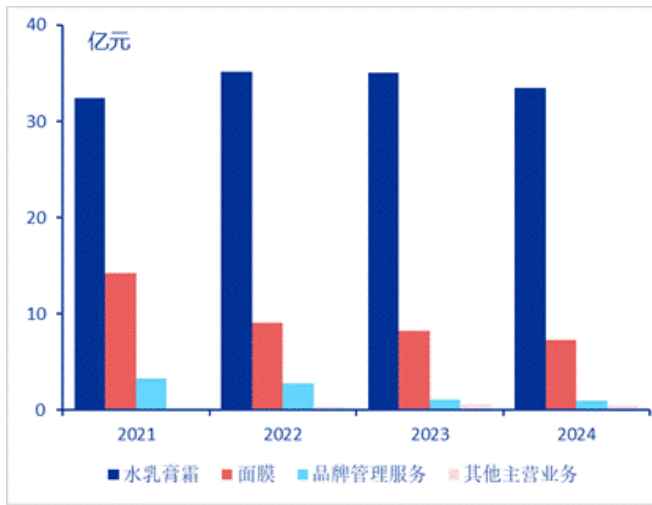


资料来源: Wind, 申万宏源研究

资料来源: Wind, 申万宏源研究

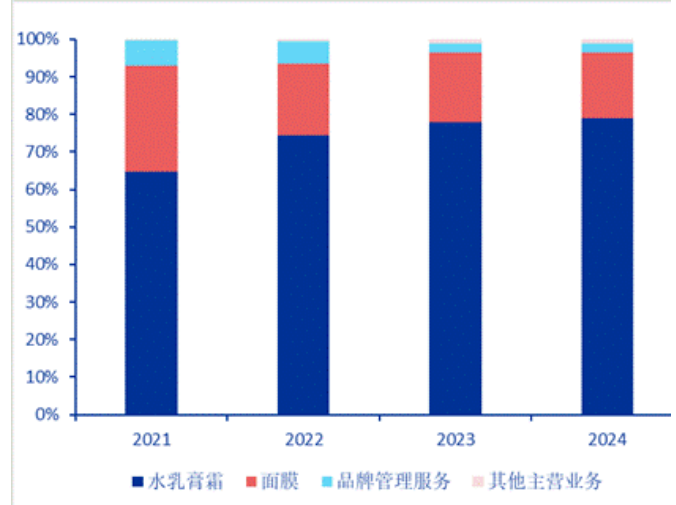
分品类看, 水乳膏霜产品为基本盘。2021-2024 年水乳膏霜营收分别为 32.39、35.12、35.05、33.51 亿元, 营收占比从 64.65%逐步提升至 79.09%; 其他主营业务营收及占比呈现下滑趋势。从毛利率来看, 受益于高端品牌建设, 2021-2024 年水乳膏霜毛利率从 2021 年 42.70%, 逐年上升至 2024 年 60.25%; 面膜毛利率从 2021 年 63.83%升至 2024 年 72.24%。

图 7: 2021-2024 年细分业务营业收入 (亿元)



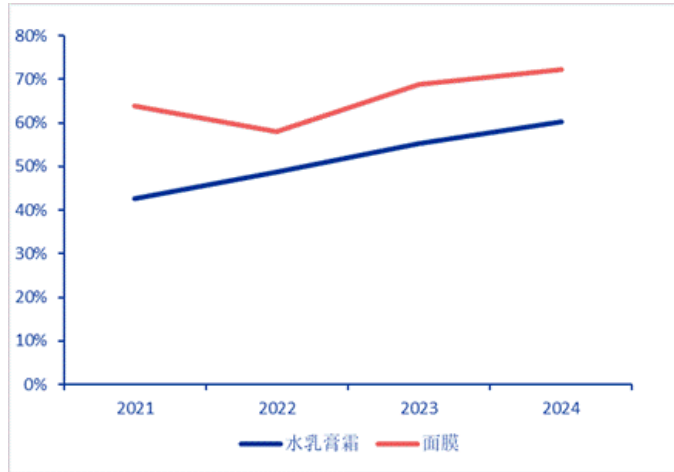
资料来源: Wind, 公司公告, 申万宏源研究

图 8: 2021-2024 年细分业务营收占比 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 申万宏源研究

图 9: 水乳膏霜、面膜毛利率稳升 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 申万宏源研究

分销售模式看, 结构和盈利能力均呈现优化趋势。 自营占比逐年提升, 代销渠道大幅压缩。2021-2024 年自营渠道收入分别为 31.38/31.35/31.47/30.78 亿元, 占比逐年上升, 从 62.64%增至 72.65%; 经销渠道收入从 9.05 亿元波动下滑至 8.18 亿元; 代销渠道收入从 6.21 亿元逐年降至 2.17 亿元, 占比从 12.39%降至 5.11%。从毛利率看, 2021-2024 年公司自营渠道毛利率一路攀升, 从 2021 年的 51.26%涨至 2024 年的 67.82%, 同期经销渠道毛利率同样稳步上行, 代销渠道毛利率整体下行。

图 10: 2021-2024 年细分销售模式营业收入 (亿元)

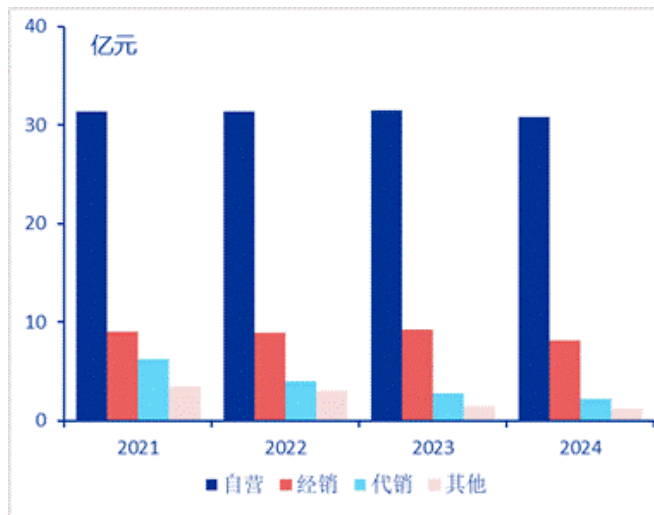
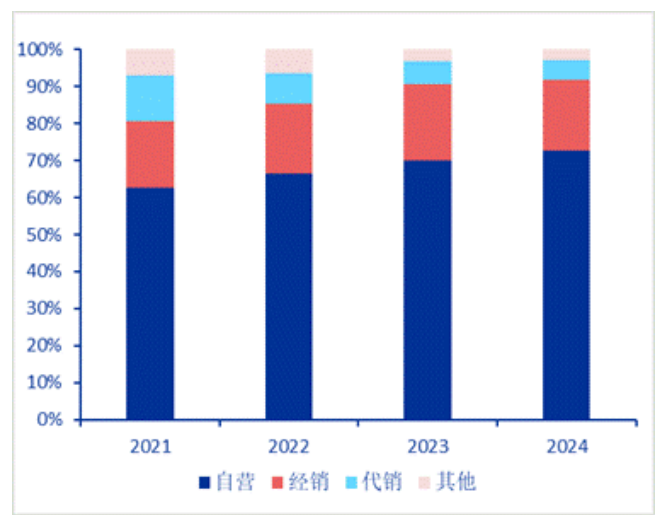


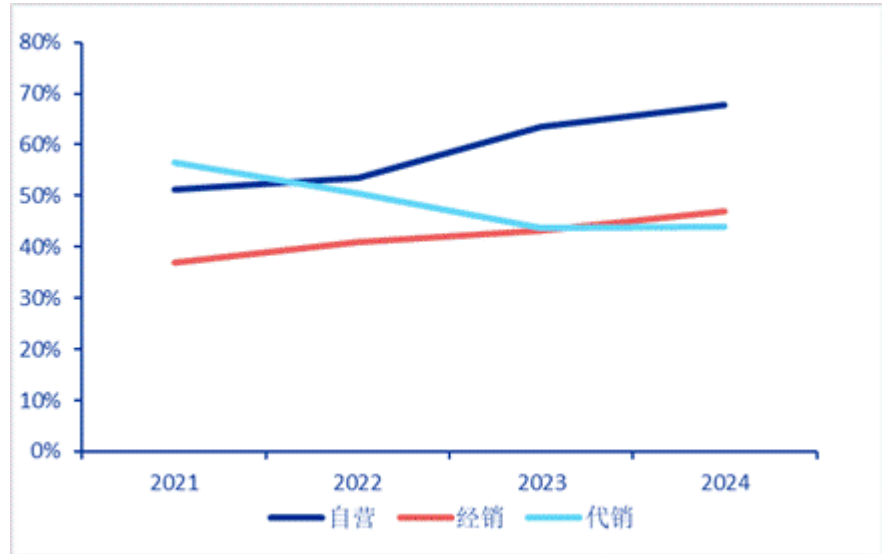
图 11: 2021-2024 年细分销售模式营收占比 (%)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 12: 2021-2024 细分销售模式毛利率变化 (%)



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 品牌矩阵：业务结构优化，转型高端美妆集团

2.1 高端品牌布局：EDB+PA+RV，打造高端品牌矩阵

积极收购，持续发力高端美妆市场。2022年起，公司开启高端化征程，相继完成对伊菲丹 (EviDenSdeBeauté, 简称 EDB) 和佩尔赫乔 (PierAugé, 简称 PA) 的收购，并于2024年10月纳入美国高奢护肤品牌 RéVive (简称 RV)，形成覆盖不同细分领域、价格带及消费群体的高端品牌矩阵，有望在高端美妆市场持续发力，提升市场份额与品牌影响力。

表 3：水羊旗下三大高端自有品牌

| 品牌 | EDB | PA | RV |
|------|---------------------------|-------------------------------|----------------------------------|
| 收购时间 | 2022年 | 2022年 | 2024年 |
| 品牌图 | | | |
| 品牌定位 | 来自法国，专为敏感肌肤设计的抗衰老面部护理高端品牌 | 来自法国，院线修护品牌，致力于提供法国精研院线修护护肤体验 | 来自美国，高端奢华护肤品牌，依托医美专业背景，专注于肌肤抗衰领域 |
| 代表产品 | 超级面膜 | 融雪面膜 | 赋活精华油 |
| 定价 | 1990元/50ml | 459元/50ml | 2660/30ml |

资料来源：各品牌天猫旗舰店，申万宏源研究

对标国际巨头，构建高奢护肤品牌矩阵。从国际美妆巨头欧莱雅集团来看，自 1963 年收购兰蔻至今，欧莱雅通过收购构筑起 50 个品牌的超级矩阵，形成覆盖全价格带的品牌结构。其中高档化妆品部门拥有 24 个品牌，是部门最具集群效应的业务模式，合作形式主要以收购和授权为主，近年来欧莱雅集团加快了收购步伐，2020 年以来已收购 3 个中高端或高端护肤品牌。

图 13：欧莱雅已构筑 50 个品牌的超级矩阵

| 高档化妆品部 (24个) | | | 大众化妆品部 (12个) | |
|---------------------|--------|----------------------------|---------------|------------------------|
| HR赫莲娜 | 兰蔻 | 阿玛尼 | 巴黎欧莱雅 | 3CE |
| 科颜氏 | 碧欧泉 | 植村秀 | 美宝莲纽约 | NYX Professional Make |
| 圣罗兰美妆 | 羽西 | 拉夫·劳伦香水 | 美即面膜 | 卡尼尔 |
| Miu Miu | Mugler | Atelier Cologne法国欧珑 | Thayers | Essie |
| 衰败城市 | Aesop | 卡夏尔 (Cacharel) | Vogue | Niely |
| 华伦天奴 | Carita | 迪塞尔 (Diesel) | Dark & Lovely | Mixa |
| 维果罗夫 | Takami | IT Cosmetics | | |
| Prada | Azzaro | Maison Margiela Fragrances | | |
| 皮肤科学美容事业部 (5个) | | | 专业美发产品部 (9个) | |
| 理肤泉 | | | 欧莱雅PRO | Pureology |
| 修丽可 (SkinCeuticals) | | | 巴黎卡诗 | Shu Uemura Art of Hair |
| CeraVe适乐肤 | | | 丽得康 (Redken) | Mizani |
| 薇姿 | | | 美奇丝 | Pulp Riot |
| Skinbetter Science | | | Biologie | |

资料来源：C2CC 传媒，申万宏源研究

表 4：欧莱雅高档化妆品部护肤品牌收购路径

| 收购时间 | 品牌 | 所属国家 | 收购形式 | 品牌定位 | 主要产品价格带 |
|--------|--------------|------|------|---|--|
| 1964 年 | LANCOME 兰蔻 | 法国 | 收购 | 高端奢华护肤品牌，产品线丰富，主打护肤、彩妆，以优雅、高品质著称，深受中高端消费者喜爱 | 护肤单品价格多在 500-3000 元，核心抗老系列单品价格普遍超 1000 元 |
| 1971 年 | BIOThERM 碧欧泉 | 法国 | 收购 | 中高端护肤品牌，专注补水保湿，以温和、科技感强的产品特性，面向年轻及轻熟龄肌肤的中高端消费群体 | 护肤单品价格多在 300-1500 元，核心补水系列单品价格集中在 500-1000 元 |
| 1988 年 | HR 赫莲娜 | 法国 | 收购 | 高端奢华护肤品牌，在抗衰、修护领域表现卓越，定位高端，是追求极致护肤效果的高净值人群首选之一 | 护肤单品价格多在 1000-5000 元，顶级抗老系列单品价格超 3000 元 |
| 2000 年 | KIEHL'S 科颜氏 | 美国 | 收购 | 中高端护肤品牌，以天然成分和专业护肤著称，产品线涵盖面部、身体护理等，受众广泛 | 护肤单品价格多在 200-1200 元，明星单品价格集中在 300-800 元 |
| 2004 年 | 羽西 | 中国 | 收购 | 中高端护肤品牌，结合东方草本智慧与西方科技，针对亚洲肌肤研发 | 护肤单品价格多在 200-1000 元，核心草本系列单品价格集中在 - 元 |

| | | | | | |
|-------|---------------------|------|----|---|---|
| 2014年 | CARITA 凯芮黛 | 法国 | 收购 | 高端奢华护肤品牌，以专业美容护理和高端定制服务著称，面向追求个性化护肤体验的高消费人群 | 护肤单品价格多在 2000-8000 元，定制护理相关产品及服务价格较高 |
| 2020年 | TAKAMI | 日本 | 收购 | 中高端护肤品牌，专注角质护理，以独特护肤理念和专业角质调理产品，面向注重肌肤细节护理的消费群体 | 护肤单品价格多在 300-1000 元，核心角质调理系列单品价格集中在 400-700 元 |
| 2021年 | YOUTH TO THE PEOPLE | 美国 | 收购 | 中高端护肤品牌，主打天然、环保护肤理念，以植物基成分为特色，吸引注重健康生活方式的年轻消费群体 | 护肤单品价格多在 300-1500 元，明星护肤系列单品价格集中在 500-1000 元 |
| 2023年 | Aesop 伊索 | 澳大利亚 | 收购 | 高端护肤品牌，强调天然、有机成分，注重产品质感与使用体验，风格简约文艺，受中高端消费者青睐 | 护肤单品价格多在 500-3000 元，核心护肤系列单品价格集中在 800-2000 元 |

资料来源：BeautyNEXT，淘宝，申万宏源研究

水羊高端品牌收购之路，既遵循了国际美妆集团并购扩张的共性逻辑，又展现出本土企业全球化进程中的差异化节奏。其收购历程可分为“试水布局—验证路径—战略升级”三个阶段，与欧莱雅、雅诗兰黛等国际巨头的发展轨迹形成鲜明对照。从时间线来看，水羊于 2022 年开始收购进程，相继完成对法国品牌伊菲丹（EDB）和佩尔赫乔（PA）的收购，前者主打 300 美元价格带的高奢敏感肌抗老产品，后者以 100 美元价格带覆盖中高端市场，初步构建起高端市场的高低搭配。并且公司并未盲目扩张，而是先以 2 年时间培育伊菲丹：通过优化供应链、适配中国市场渠道，2023 年全球 GMV 突破 10 亿元，验证了收购+本土化运营模式的可行性。

2024 年 10 月收购美国高奢品牌 RéVive（RV），与伊菲丹同属 300 美元价格带，但其医美背景+抗老技术的标签，填补了公司在高奢科技护肤领域的空白，逻辑与欧莱雅 1988 年收购 HR 赫莲娜以强化高端线、2005 年收购修丽可以补充医美护肤赛道的品类互补思路一致。至此，公司高端品牌矩阵已拥有 EDB（高奢敏感肌）+PA（中高端修护）+RV（高奢科技抗老），覆盖 100-300 美元价格带。公司快速切入高端市场的策略，既规避了本土企业在大众市场的同质化竞争，又借助成熟品牌的全球化渠道（如 RéVive 的欧美资源）加速出海，复制了国际集团以收购换时间的成长逻辑。

图 14：公司自有品牌体系高端化、全球化

| 伊菲丹 (EDB) | 佩尔赫乔(PA) | RéVive (RV) |
|--|--|---|
| 2022年7月 | 2022年7月 | 2024年10月 |
| 法国 | 法国 | 美国 |
| 高端 | 中高端 | 高端 |
| 敏感肌抗衰老 | 院线修护 | 科学功效护肤 |
| <ul style="list-style-type: none"> 品牌建设: 通过与刘嘉玲、梁朝伟夫妇合作, 强化“以爱为本”心智, 高奢形象和品牌势能提升, 在高端人群中渗透加深, 品牌热度上涨。 产品端: 超级面膜与胶原精粹水组成的超级 CP 组合认知度提升, 精华防晒、rich 面霜等储备单品高速增长, 同时孵化臻金、亮泽等系列, 完善产品矩阵。 渠道端: 线上线下多渠道布局, 线下加快拓展高奢百货等渠道, 上海张园亚洲区首家城堡店开业, 线下渠道增速超 100%。 市场端: 拓展全球市场, 在英国、法国等多地业绩向好或开设新店, 与全球超五星酒店合作 SPA, 网点遍布多国及地区。 | <ul style="list-style-type: none"> 品牌建设: 通过致敬院线经典法式沙龙、马君妍担任融雪面膜推荐官及瑞士细胞科技溯源等活动, 传播品牌心智, 助力渠道销售。 产品端: 大单品融雪面膜持续渗透目标人群, HP-DNA 三重面霜、爽肤水、多效卸妆油等新品上架, 丰富产品矩阵。 渠道端: 线上直播与达播协同发力, 为品牌发展奠定基础。 市场端: 公司取得完整所有权后, 依托高端品牌管理能力, 带动中国区销售快速增长。 | <ul style="list-style-type: none"> 品牌建设: 以“科学功效”为核心, 凭借高效焕肤效果积累口碑, 是欧美政界名流私藏爱物, 获权威媒体推荐, 树立风尚与科技护肤双重标杆形象。 产品端: 现有产品系列覆盖不同年龄、功效需求, 产品经严苛测试验证, 主打科学抗老, 首款产品上市 30 周年庆典强化品牌专业性。 渠道端: 全球布局顶奢百货 (波道夫·古德曼、尼曼、哈罗德等), 2024 年 12 月通过中国盛典活动启动中国市场全面布局。 市场端: 已进驻全球多地奢侈品渠道, 2024 年底正式全面进入中国, 为中国消费者带来高端护肤体验, 完善水羊全球高端品牌布局。 |

资料来源: 公司年报, 源 sight, 申万宏源研究

2.1.1 伊菲丹 (EviDenSdeBeauté): 融合法日美学, 聚焦敏肌抗老

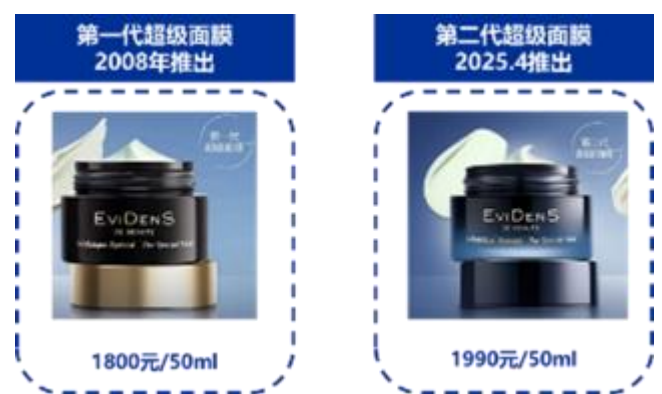
以独家配方为基, 构筑高奢产品壁垒。伊菲丹由法国贵族 Charles-EdouardBarthes 于 2007 年创立, 是水羊股份在 2022 年收购的法国高奢护肤品牌。作为专为敏感肌研发的抗衰老品牌, 超级面膜作为品牌的核心大单品, 凭借 QAI 配方与高浓度三重胶原肽的复配, 精准解决敏感肌黯沉、松弛等衰老问题, 上市后迅速成为高奢护肤市场的标志性产品, 今年 4 月推出上市以来第二代。其中全球独家的 QAI 抗衰老护肤配方, 创新性融合三重胶原蛋白、辅酶 Q10、桑白皮萃取液和氨基酸四种活性成分, 能由内至外活化肌肤、延缓细胞衰老, 且温和适配敏感肌特性, 成为产品的灵魂基底。

图 15: QAI 抗衰老护肤配方



资料来源: 风尚美容, 申万宏源研究

图 16: 超级面膜 17 年来首度升级



资料来源: 品牌公众号, 品牌天猫旗舰店, 申万宏源研究

产品端：纵向品类延伸与横向市场突围，从单品爆款到全域覆盖。

在纵向产品布局上，伊菲丹以超级面膜为起点，逐步构建起核心大单品+细分场景线的产品矩阵。一方面，除了超级面膜，伊菲丹通过胶原精粹水、精华防晒等单品拓展抗老护肤全流程，形成洁面-水-精华-面膜-防晒的完整链路，且打造出超级面膜、抗光老精华防晒、胶原精粹水及超级 CP（超级面膜与胶原精粹水的组合）多个核心产品；另一方面，针对不同客群推出细分系列——面向年轻消费者的樱花线主打轻抗老与提亮，降低高奢品牌的尝试门槛；高端极致线则聚焦熟龄肌，以更珍稀的成分和更精准的功效巩固顶级市场地位。

图 17：伊菲丹产品布局



资料来源：品牌天猫旗舰店，申万宏源研究

横向对比来看，伊菲丹在高奢敏感肌赛道的竞争力尤为突出。根据飞瓜数据，敏感肌美妆品牌 TOP5 集中度为 25.58%，其中伊菲丹排 TOP2，且是其中唯一高端品牌。具体看核心单品：

1) 超级面膜&胶原水：根据用户说数据，2024 年伊菲丹超级面膜作为涂抹面膜，销售额分别居淘宝天猫热销涂抹面膜第 9 位，且是 TOP30 品牌中唯一高端品牌，其余大多位于中高端区间；根据飞瓜数据，超级面膜与胶原水的超级 CP 组合在 2024 年 1 月-2025 年 3 月抖音敏感肌美妆商品排名 TOP3，在人群心智中，伊菲丹已与“高奢敏感肌抗老”深度绑定。

表：淘宝天猫热销涂抹面膜销售额 TOP (. .)

| 品牌分布 | 旗下产品 | 销售额占比 | 成交均价 |
|------------|-------------|--------------|-------------|
| 毛戈平 | 鱼子酱面膜 | 3.29% | 651 |
| 科颜氏 | 白泥清洁面膜 | 2.94% | 350 |
| 追觅者 | 山花精华软膜 | 2.30% | 193 |
| 可丽金 | 胶原蛋白大膜王 | 1.91% | 194 |
| 博乐达 | 水杨酸涂抹面膜 | 1.39% | 161 |
| 菲洛嘉 | 十全大补面膜 | 1.17% | 301 |
| 悦芙媞 | 多酸泥膜 | 1.14% | 85 |
| 油博士 | B5 清洁面膜 | 1.06% | 54 |
| 伊菲丹 | 超级面膜 | 0.91% | 2020 |
| 奕沃 | 清洁泥膜 | 0.76% | 70 |

资料来源：用户说，申万宏源研究

2) 防晒：通过精华级成分&敏感肌专属的差异化定位，锁定高消费人群，实现销量高增。根据用户说数据，2023 年伊菲丹淘系+抖音销售总额超 1 亿元，其中抖音渠道增长强劲，2023 年全年防晒销售额超 6500 万元，同比增长 739.54%，抖音平台防晒产品成交均价仅 56.34 元，而伊菲丹防晒防成交均价为 938.31 元。根据青眼数据，2024 年伊菲丹防晒抖音 GMV 达 1.2 亿元，为抖音防晒 TOP10 中单价最高的品牌。

表 6：2024 年抖音渠道防晒化妆品 TOP10

| 排名 | 品牌 | GMV (亿元) | 单价 (元) |
|----------|------------|----------------|----------------|
| 1 | 蜜丝婷 | 649.00% | 112.13 |
| 2 | 美康粉黛 | 405.00% | 70.49 |
| 3 | 安热沙 | 353.00% | 172.55 |
| 4 | 欧莱雅 | 246.00% | 181.47 |
| 5 | 柳丝木 | 188.00% | 62.49 |
| 6 | 雅西子 | 159.00% | 64.27 |
| 7 | 花西子 | 145.00% | 205.5 |
| 8 | 悠宜 | 133.00% | 84.12 |
| 9 | 伊菲丹 | 120.00% | 1957.89 |
| 10 | 理肤泉 | 93.00% | 169.3 |

资料来源：青眼情报，申万宏源研究

增长路径：从品牌塑势能到渠道拓增量，高端化心智全球化布局。

伊菲丹的快速增长，源于品牌+产品+渠道的协同发力。在品牌营销塑造上，伊菲丹选择与品牌调性相符的明星进行代言以及达人进行种草的策略，持续渗透消费者。刘嘉玲、梁朝伟夫妇的代言强化了高奢优雅的形象，2024年上半年刘嘉玲梁朝伟夫妇南法溯源，与创始人夫妇拍摄“以爱为本”微电影，曝光超2亿。达人营销方面，除了明星代言外，伊菲丹还通过达人种草、IP联动、高端时尚活动等触达高净值客群，进一步夯实品牌调性。2025年2月，伊菲丹联动“很高兴认识你”2025年首场音乐会打造“品牌+音乐会”Live直播秀，借势综艺IP和明星进播迅速提升品牌影响力，随后阿雅打造“伊菲丹X音乐会”callback专场，再次助力音乐会热度持续发酵，单场销售破千万。

图 18：伊菲丹“以爱为本”微电影



资料来源：品牌公众号，申万宏源研究

图 19：伊菲丹携手抖音原生综艺 IP



资料来源：抖音电商营销观察，申万宏源研究

渠道方面，伊菲丹采用“线上爆发+线下深耕”的策略。线上依托抖音、天猫等平台，成为增长主力；线下则聚焦顶级商圈与高端场景，2023年9月开设杭州武林银泰首柜后，陆续进驻上海SKP、深圳万象城等地标商圈，并拓展至哈罗德百货（海外）、老佛爷百货等国际渠道。更值得关注的是，品牌通过SPA合作渗透高端生活场景，目前已覆盖瑰丽、瑞吉等超五星酒店，2024年在上海张园开设的亚洲首家品牌城堡店更是推出单价近万元的SPA项目（如9721元的臻金至臻奢宠项目），以体验式消费强化高奢心智。

图 20：伊菲丹线下专柜



资料来源：品牌公众号，申万宏源研究

图 21：伊菲丹上海张园城堡店



资料来源：美妆头条，申万宏源研究

从发展趋势看，伊菲丹正沿着单品爆款→品类扩张→全球布局的路径复制成功：2024年品牌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，重要旅游城市曼谷已有多家销售门店，SPA 网点遍布法国、德国、英国、墨西哥、意大利、中国香港等国家和地区。未来，随着产品矩阵的完善与全球渠道的深化，其在高奢敏感肌市场的领先优势有望进一步扩大。

2.1.2 佩尔赫乔 (PierAugé)：法国院线经典，专注肌肤修护

院线级修护品牌，六十余年沉淀深厚底蕴。佩尔赫乔由法国药剂师赫乔夫妇于 1961 年在巴黎创立，历经 63 年发展沉淀出深厚的院线护肤底蕴。品牌以“thebaseDERGYL©还原基本肌”为核心护肤哲学，其起源可追溯至 1960 年赫乔先生为妻子研发的 ENTAL 全能修复霜，融合了他在非洲义诊积累的肌肤修护经验。从服务法国小姐选美赛事、白宫政要的私人定制 SPA 护理品，到 2021 年正式进入中国市场，佩尔赫乔始终以 HP-DNA©复配成分、冷冻重组技术等核心技术为支撑，延续“院线级修护”的品牌基因。

表 7：PA 品牌历史

| 年份 | 品牌重要事件 |
|---------------|--|
| 1960 年 | 赫乔先生为妻子研发 ENTAL 全能修复霜，融合非洲义诊经验，提出 theDERGYL©Method 还原基本肌护肤哲学 |
| 1961 年 | 赫乔夫妇共同创立品牌 PierAugé |
| 1962 年 | 研发出世界首个修护肌肤构成元素的配方，ENTAL 全能修复霜正式问世 |
| 1967 年 | 成立美容学校，供全法各地区美容项目深造 |
| 1969 年 | 成立定制化美容护肤沙龙 |
| 1979 年 | 成为法国高定品牌 GuyLaroche 后台指定护肤品 |
| 1982 年 | 将珍贵修护成分 HP-DNA©应用于产品 |
| 1988 年 | 冷冻重组技术 Cryo-Restructure 问世 |
| 2000 年 | 推出王牌修护单品佩尔赫乔融雪面膜 |
| 2021 年 | 品牌创立 60 周年，正式进入中国市场 |
| 2024 年 | 被水羊股份收购成为旗下自有品牌 |

资料来源：品牌公众号，申万宏源研究

修护为核心打造明星单品。大单品保湿焕肤融雪面膜”是 2000 年推出的王牌产品，凭借 HP-DNA©的修护功效与免洗睡眠特质成为爆款；其他明星单品如赋活焕颜保湿精粹水、三重活性紧塑再生霜等覆盖清洁、修护、滋养等功效，且与伊菲丹思路相似，PA 的融雪面膜与精粹水同样组成了 CP 套组进行售卖。整体来看，PA 的产品延续了品牌的院线基因，将专业 SPA 护理的核心成分与技术转化为居家可用的护肤品，既保留了高端调性，又契合了消费者对高效、便捷、修护的需求。

图 22：PA 产品布局



资料来源：品牌天猫旗舰店，申万宏源研究

被公司收购后，佩尔赫乔通过本土化运营实现快速增长。中国团队精准抓住院线高端定位，聚焦涂抹面膜赛道，放大融雪面膜的功效与场景优势，锁定宝妈、精致白领等高端人群；渠道端跳过传统爆品依赖模式，以大单品整体投放逻辑引流，通过致敬院线经典法式沙龙、明星推荐等营销活动强化品牌心智，迅速跻身天猫高端涂抹面膜类目前列，抖音方面根据用户说数据，2023.1-2024.3PA 融雪面膜超级面膜作为涂抹面膜，销售额居抖音热销涂抹面膜第 6 位。品牌整体来看，水羊曾在 24Q4 预测 PA24 年中国区营收同比增长超 700%，成功完成从法国院线小众品牌到中国中高端护肤黑马的转型。

表 8：抖音热销涂抹面膜销售额 TOP10 (2023.1-2024.3)

| 品牌分布 | 旗下产品 | 销售额占比 | 成交均价 (元) |
|-------------|-------------|--------------|-------------|
| 造物者 | 山茶花精华软膜 | 14.98% | 199 |
| 温博士 | B5 舒缓水杨酸面膜 | 10.80% | 49 |
| C 咖 | 美白罐面膜 | 4.70% | 160 |
| ell | 紫苏壬二酸舒缓泥膜 | 2.76% | 56 |
| 膜法世家 | 紫草泥清洁面膜 | 2.34% | 38 |
| 佩尔赫乔 | 融雪面膜 | 1.29% | 1297 |
| 奥伦纳素 | 冰白面膜 | 1.15% | 5139 |
| 希希野子 | 美白祛斑面膜 | 0.96% | 168 |
| 颐莲 | 玻尿酸水光盈润软膜 | 0.82% | 158 |
| 欧蒂莲 | 活性酶紧致塑颜组合 | 0.77% | 664 |

资料来源：用户说，申万宏源研究

2.1.3 瑞维斐 (RéVive)：医美背景，高端抗衰典范

瑞维斐 (简称 RV) 是美国知名奢华科学功效护肤品牌，凭借科学抗老的核心定位被誉为“梳妆台上的诺贝尔奖”。品牌自创立起就受邀入驻全球顶级奢侈品百货波道夫·古德曼

(纽约独家)，此后逐步进驻尼曼、哈罗德等全球高端渠道，并频繁登上权威媒体推荐榜单。回春油是瑞维斐全球销量 TOP1 的单品，目前已进入中国市场，定价 2660 元/30ml。

图 23: 瑞维斐回春油



资料来源：品牌天猫旗舰店，申万宏源研究

此外，瑞维斐还拥有完整的产品线，六大产品系列：RENEWAL（轻龄肌抗衰）、PERFECTIF（暗沉肌焕白）、INTENSITE（熟龄肌抗衰）、PEAU（28 天换肤重塑）、PERMITIF（身体局部抗衰）、SENSITIF（敏感肌抗衰），覆盖清洁、保湿、防晒、精华、眼部护理、身体护理等 10 个品类，满足不同年龄、不同功效的人群需求，目前大部分产品还未进入中国市场，产品储备充足。

图 24: RV 六大产品系列



资料来源：品牌官网，申万宏源研究

全球市场高端布局持续深化，中国市场未来可期。在海外市场，品牌已形成成熟的奢侈品渠道网络，依托百货专柜与口碑传播维持稳定增长；2024 年 10 月被水羊股份收购后，加速推进中国市场布局，同年 12 月举办首款产品上市 30 周年暨全面进入中国盛典活动，正式进入中国市场。目前，品牌部分产品已完成中国备案，逐步进驻北京 SKP、西安 SKP

等高端百货，线上渠道也在稳步搭建中。借助水羊股份的品牌运营经验，瑞维斐正复制伊菲丹的成功路径，通过高奢渠道+功效种草的模式渗透中国高端消费群体，有望成为水羊高端品牌矩阵中的又一增长引擎。

2.2 大众品牌：御泥坊深耕东方文化，多元布局覆盖大众护肤需求

在高端品牌布局之外，构建了完善的大众品牌矩阵，御泥坊、大水滴、小迷糊三大品牌分别聚焦不同细分赛道，以差异化定位覆盖广泛消费群体。其中，御泥坊作为品牌矩阵中的元老，以天然泥膜为核心打造国民护肤 IP；大水滴深耕精准修护，瞄准问题肌肤护理需求；小迷糊则主打年轻化、高性价比，贴近年轻消费群体。三大品牌通过清晰的品类划分与价格带覆盖，形成互补协同的大众市场布局，为水羊股份构筑起高端树形象、大众稳基本的 K 型业务生态。

表 9：公司旗下经典大众品牌

| 品牌 | 御泥坊 | 大水滴 | 小迷糊 |
|------|------------|-------------|-----------|
| 创立时间 | 2006年 | 2001年 | 2014年 |
| 品牌图 | | | |
| 品牌定位 | 东方肌肤护肤解决方案 | 熬夜肌肤护理 | 年轻肌精简有效护理 |
| 代表产品 | 黑参胶原棒 | 3点祛痘精华 | 肌源洁颜蜜 |
| 定价 | 199元/30支 | 113.9元/10ml | 60元/120ml |

资料来源：公司官网，公司公众号，申万宏源研究

御泥坊：从“泥膜专家”到多元护肤品牌

御泥坊是水羊股份旗下的大众护肤品牌，诞生于中国美容养颜第一矿-湖南滩头，以天然矿物泥为核心特色。品牌早期凭借泥浆面膜打开市场，凭借天然、有效的定位成为大众泥膜品类的代表性品牌。经过多年发展，御泥坊从单一泥膜产品向全品类拓展，形成面膜、水乳、精华等完整产品线，兼顾清洁、保湿、修护等多重功效，在大众护肤市场树立起高性价比天然护肤的品牌认知。

重启大众市场，以创新驱动品牌焕新。御泥坊品牌深耕东方文化，致力于东方肌肤护理，以研发为核心驱动力，赋能品牌发展。2025 年品牌升级核心产品黑参胶原瓶，其搭载的自主研发黑参精粹已被纳入美国 INCI 目录，标志着国货原料获国际认可；基于该成分打

造的东方黑参系列（含黑参胶原盒、黑参胶原棒次抛精华）成为爆款，2024 年黑参胶原盒跻身王牌单品行列。

图 25：御泥坊护肤解决方案探索

| 类别 | 成果 |
|------------|--|
| 抗衰解决方案探索 | 获得发明专利授权 8 项，发表高水平英文学术文章 1 篇 |
| 净化毛孔解决方案探索 | 获得国家发明专利授权 6 项，发表高水平中英文学术文章 2 篇 |
| 敏感肌解决方案探索 | 原料工艺创新获得 3 项发明专利授权，设计开发了适合东方女性的配方专利 9 项，发表高水平中英文学术文章 3 篇 |
| 美白解决方案探索 | 获得发明专利授权 5 项，发表高水平学术文章 1 项 |
| 痘肌解决方案探索 | 获得发明专利授权 10 项，发表高水平英文学术文章 1 篇 |

资料来源：FBeauty 未来迹，御泥坊《东方肌肤研究白皮书》，申万宏源研究

图 26：御泥坊黑参系列产品


资料来源：公司招股书，申万宏源研究

2.3 其他品牌：持续收购优质品牌，拓赛道寻增量

公司近年来积极在全球美妆市场开疆拓土，通过一系列收购动作不断扩充品牌版图，寻找新的业绩增长点。除了收购 EDB、PA、RV 三大高端护肤品牌外，旗下还拥有彩妆品牌 VAA、男士护肤品牌 HAWKINS&BRIMBLE 等，构建多元品牌矩阵。

1) VAA：定制东方女性骨相美的先锋品牌。 VAA 成立于 2019 年，专注于为东方女性量身定制自然骨相妆。大单品“红山茶卸妆膏”多次斩获抖音保湿卸妆膏榜单 TOP1、抖音爆款卸妆膏榜单 TOP1，全渠道 GMV 稳步增长。

2) HAWKINS&BRIMBLE：英式绅士风格的男士护肤典范。 H&B 是英国英伦男士理容品牌，以伦敦理容标准为蓝本，卡位男士高端理容赛道，填补轻奢造型市场空白。2024 年大单品霍金斯发油在天猫、京东、抖音中高端男士造型品类目中排名靠前，验证高端心智占位。

表 10：公司旗下自有品牌矩阵（部分）

| 品牌名称 | 成立时间 | 品牌定位 | 备注 |
|------|--------|----------------|---------------|
| 大水滴 | 2001 年 | 专注熬夜肌肤护肤问题品牌 | 2021 年薇风更名大水滴 |
| 御泥坊 | 2006 年 | 专研东方肌肤民族护肤品牌 | 公司原核心品牌 |
| 小迷糊 | 2014 年 | 专注精简护肤品牌 | |
| VAA | 2019 年 | 为东方女性量身定制自然骨相妆 | |

| | | | |
|-----------------|-------|----------------|-------------|
| HAWKINS&BRIMBLE | 2016年 | 专注于强效小剂型护肤品 | |
| 伊菲丹 (EDB) | 2007年 | 法国敏感肌抗衰老高奢护肤品牌 | 2022年7月收购 |
| PierAuge (PA) | 1961年 | 法国轻奢院线修护品牌 | 2022年收购中国业务 |
| ReVive (RV) | 1997年 | 美国奢华科学功效护肤品牌 | 2024年底控股收购 |

资料来源：公司年报，证券之星，申万宏源研究

2.4 代理品牌：合作品类丰富，数字化平台赋能全球品牌

50+代理品牌，全维度保驾护航。公司的代理品牌业务与 KIKO、ZELENS、LUMENE 等 50 余个国际品牌合作，其中包括科赴（强生）集团城野医生，李施德林，露得清，大宝等 10+ 品牌，涵盖护肤、彩妆、个护、香水、健康食品 5 大品类。公司建立了数字化驱动开放平台，为海外合作伙伴提供全维度、全渠道、全生命周期的中国发展完整解决方案，赋能全球美妆品牌与中国市场对接。如在品牌推广上，为 LUMENE 打造冰雪场景营销，为 KIKO 开展明星营销破圈层等；渠道销售上，通过线上线下融合，抖音渠道自播、达播等形式，实现品牌声量与销量的双提升。

图 27：合作品牌覆盖全球



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 28：部分合作品牌



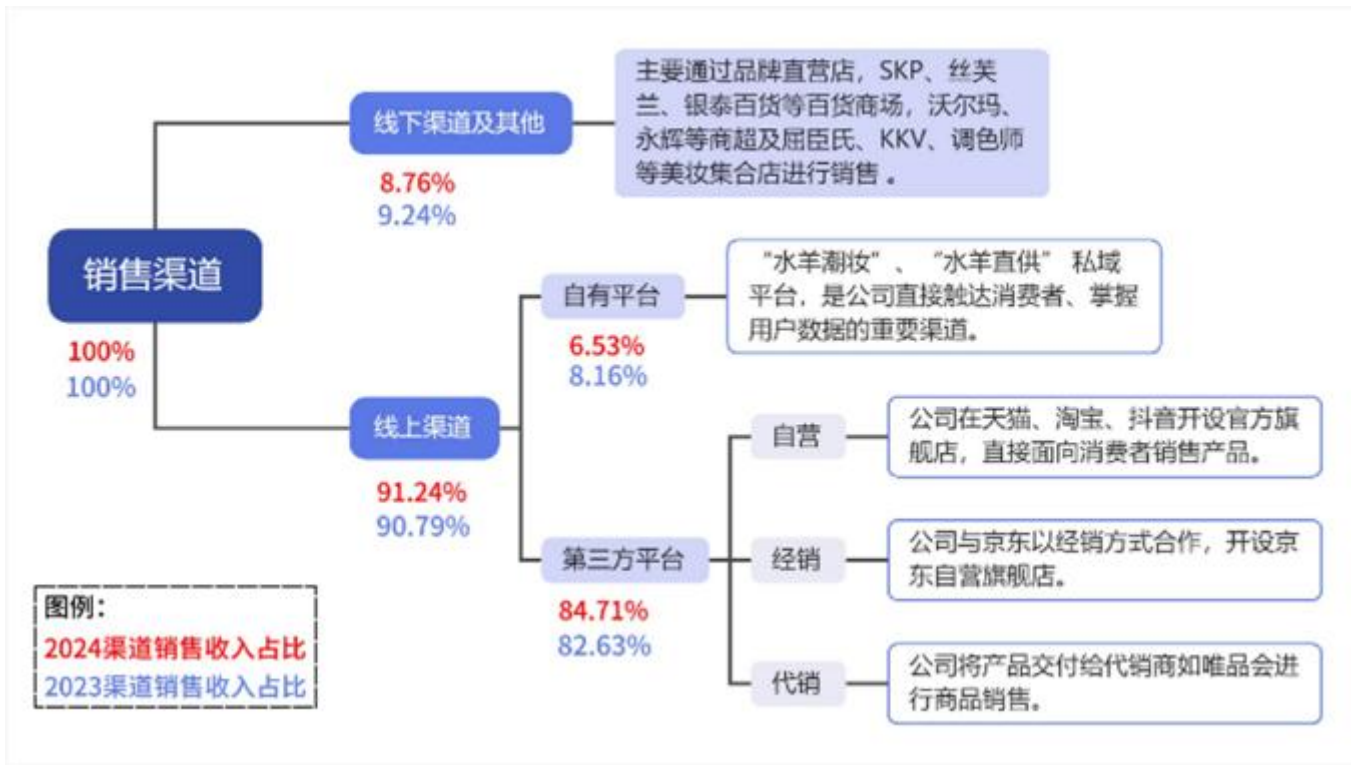
资料来源：公司官网，申万宏源研究

3. 竞争优势：渠道+营销+研发进阶，资源高效配置

3.1 渠道：强化数字化运营，积极布局新兴渠道

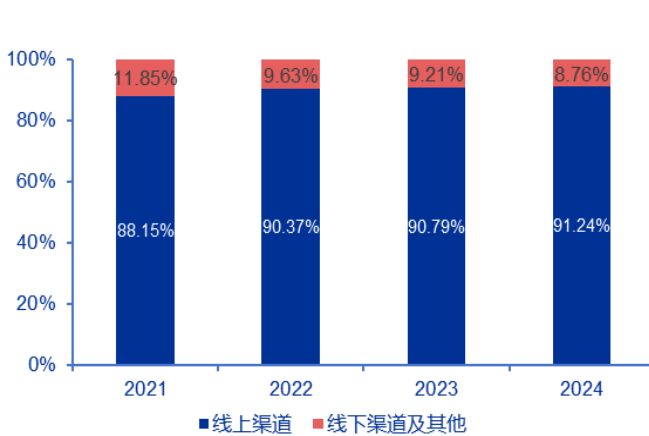
多渠道布局，线上平台为主力。公司的销售渠道包括自有平台、第三方平台等线上渠道以及线下渠道。从收入占比来看，线上渠道在公司整体销售收入中占据主导地位，而第三方平台作为线上渠道的核心构成，收入占比呈现提升趋势，2023 年第三方平台销售收入占比达 82.63%，2024 年提升至 84.71%。毛利率方面，2024 年自营模式毛利率为 67.82%，经销模式毛利率为 47.08%，代销模式毛利率为 44.02%，自营和经销模式毛利率持续上升，盈利能力稳定提升。

图 29: 公司各渠道分布及销售收入占比 (%)



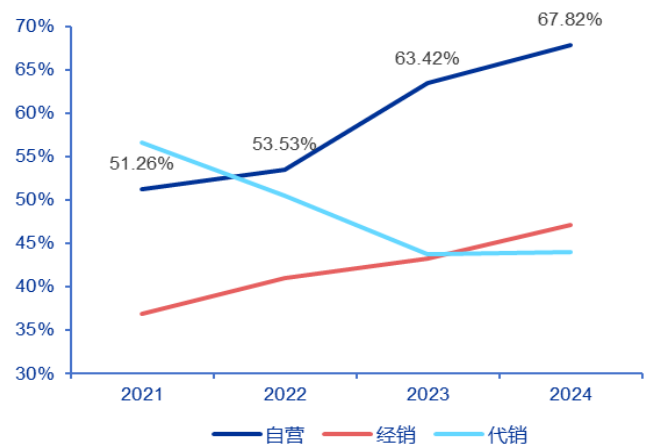
资料来源: 公司年报, 申万宏源研究

图 30: 2021-2024 分渠道销售占比表现 (%)



资料来源: 公司年报, 申万宏源研究

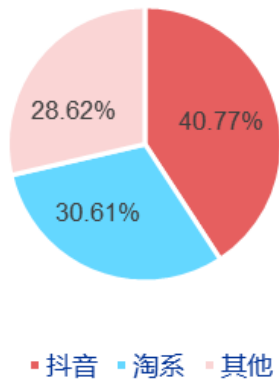
图 31: 2021-2024 分渠道销售毛利率变化 (%)



资料来源: 公司年报, 申万宏源研究

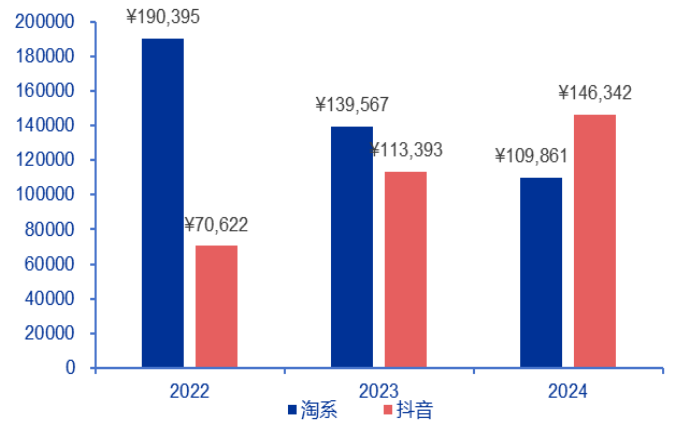
线上渠道中, 抖音平台重要性持续上升。公司在线上平台布局全面, 在淘宝、天猫、抖音等平台建立自营销售网络, 还通过京东旗舰店经销和唯品会代销拓宽线上销售模式。公司在抖音平台 2024 年的营业收入已达到 14.63 亿元, 同比增长 29.06%, 占公司第三方平台总营业收入的 40.77%。相比之下, 淘系平台 2024 年的营业收入为 10.99 亿元, 占比为 30.61%。除此之外, 公司还通过打造“水羊潮妆小程序”和“水羊直供小程序”自有平台直接触达消费者, 拓宽线上渠道布局。

图 32: 2024 第三方平台营业收入占比表现 (%)



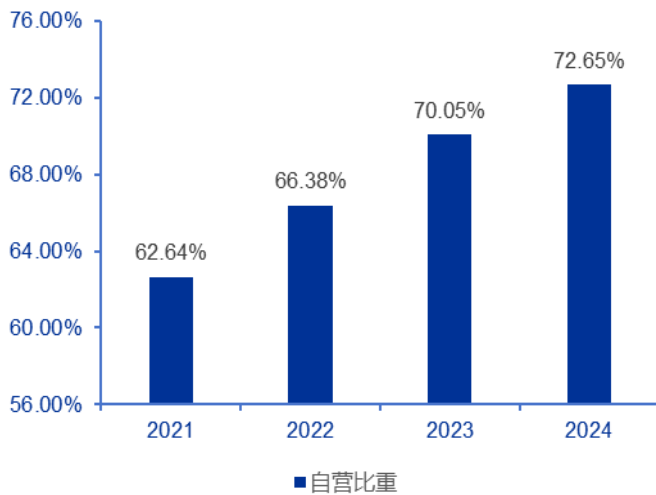
资料来源: 公司年报, 申万宏源研究

图 33: 2022-2024 抖音、淘系平台营业收入 (万元)



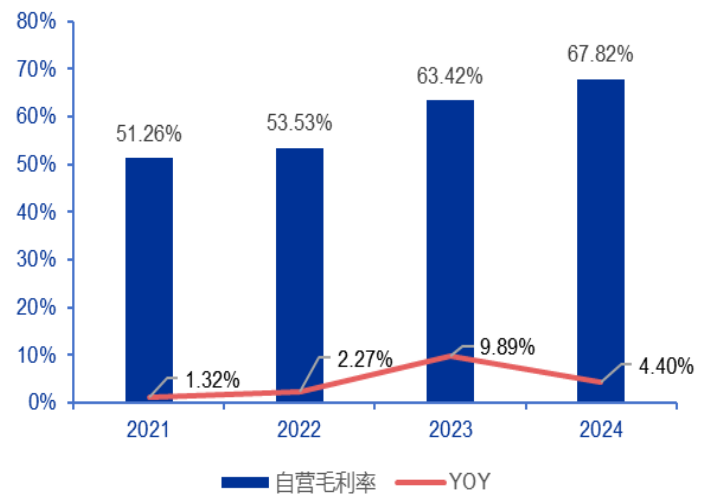
资料来源: 公司年报, 申万宏源研究

图 34: 2021-2024 自营模式占营业收入比重变化 (%)



资料来源: 公司年报, 申万宏源研究

图 35: 2021-2024 自营模式毛利率及增速 (%)

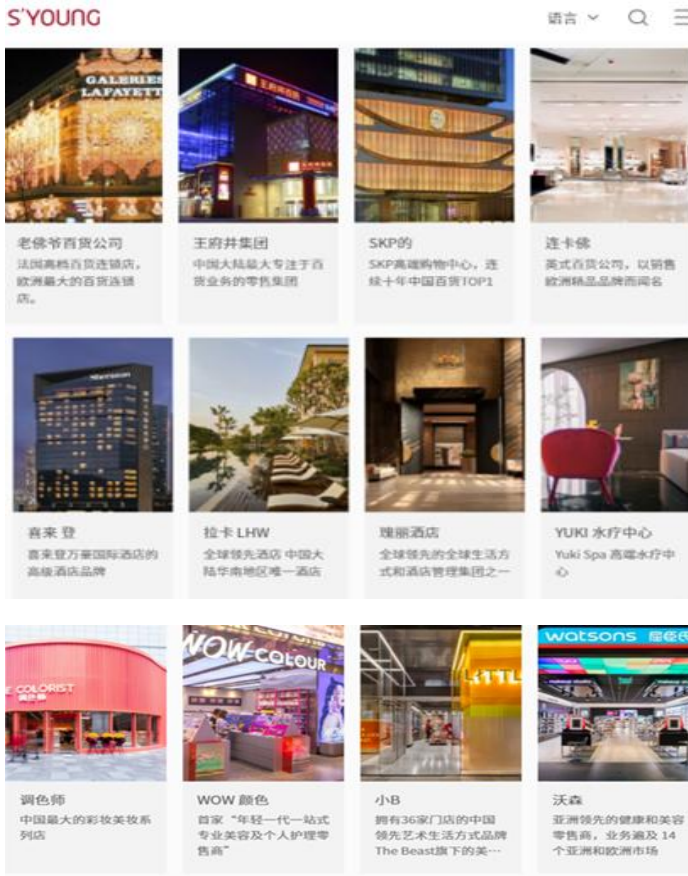


资料来源: 公司年报, 申万宏源研究

线上渠道技术深度赋能, 人工智能与大数据技术应用广泛。公司构建了客户画像系统, 实现对分销客户生命周期各阶段的精准标签管理与动态画像升级, 从而显著提升经营管理的效率和质量; 并利用高度精细化的运营工具, 自动识别圈选沉寂客户, 进而通过一系列智能化触达手段有效提升客户池的活跃度。同时, 公司还在渠道板块搭建一体化分销商权益中心, 为每个分销商提供全方位的支持与保障。

图 36: 水羊线下渠道合作伙伴

图 37: EDB 和 AMOUAGE 的张园线下店



资料来源：水羊国际官网，申万宏源研究



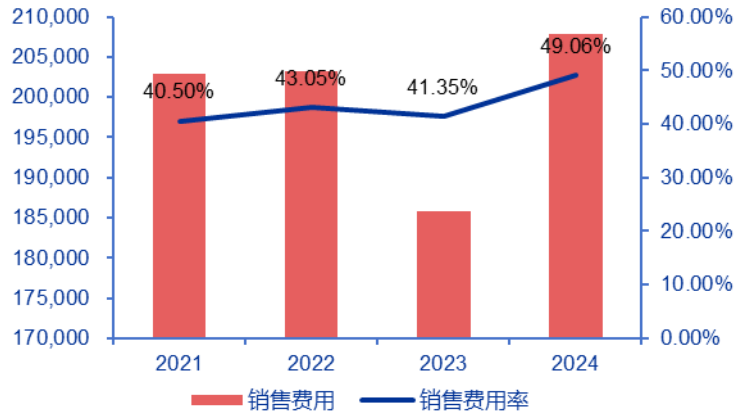
资料来源：EDB 和 AMOUGE 品牌官方图，申万宏源研究

线下渠道积极转型升级，优化消费体验。水羊的线下销售主要通过品牌直营店，SKP、丝芙兰、银泰百货等百货商场，沃尔玛、永辉等商超及屈臣氏、KKV、调色师等美妆集合店进行销售。自有高端品牌 EDB 进一步开拓高端百货、高奢酒店、SPA 等渠道，品牌亚洲区首家城堡店在上海张园开业，带来全方位极致体验，线下渠道实现高增。

3.2 营销：精准洞察消费者需求，营销资源高效配置

深耕线上线下融合的营销体系、营销资源投入力度不断加大。公司通过多种手段进行品牌宣传和推广，主要包括新媒体营销、电商平台推广、达人种草线下主题推广活动等。随着公司自有高端品牌拓展，品牌推广市场拓展带动销售费用率上行，2024 年销售费用率达 49.06%。

图 38：2021-2024 销售费用及销售费用率（万元，%）



资料来源：公司年报，申万宏源研究

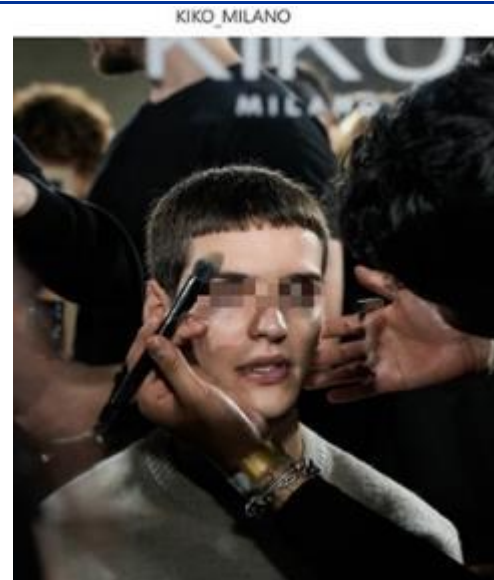
线上营销社交化，优质种草内容驱动消费。公司年轻化的管理团队对于互联网产品运营有深刻理解，能根据新消费需求趋势变化快速反应、通过多种手段进行品牌宣传和推广。例如，2019年推出的自有彩妆 VAA 秉承东方女性量身定制自然骨相妆初心，在细分品类打造领导性大单品红山茶卸妆膏，全网超 200+明星达人推荐，千万用户认可并自发转播，全年持续种草，全渠道 GMV 稳步增长。CP 品牌如 KIKO 通过赞助米兰时装周、联合 VOGUE 时尚举办全球晚宴、明星营销突破圈层等多种品牌活动赋能渠道销售，抖音渠道自播、达播及明星空降组合形式实现 GMV 突破。

图 39: VAA 达人种草



资料来源：抖音，申万宏源研究

图 40: KIKO 米兰时装周活动图



资料来源：KIKO 品牌官方图，申万宏源研究

线下营销精准洞察消费者需求，针对性定制品牌定位。高端品牌为建立心智，线下渠道精耕细作必不可少，如 EDB 精准针对高端消费群体，强化品牌高奢形象，持续与全球多家超五星酒店如瑰丽、瑞吉、华尔道夫等合作 SPA，网点遍布法国、德国、英国、墨西哥、

意大利、中国香港等国家和地区，不断夯实和强化全球新晋高奢美妆品牌的定位；RV 凭借“欧美政界名流私藏爱物”标签，入住全球唯一顶奢百货波道夫·古德曼，现已遍布全球奢侈品百货尼曼、哈罗德等。

图 41：EDB 水疗中心合作伙伴



资料来源：EDB 官网，申万宏源研究

图 42：RV 全面进入中国发布会



资料来源：RV 品牌官方图，申万宏源研究

图 43：2023 年水羊全球品牌节

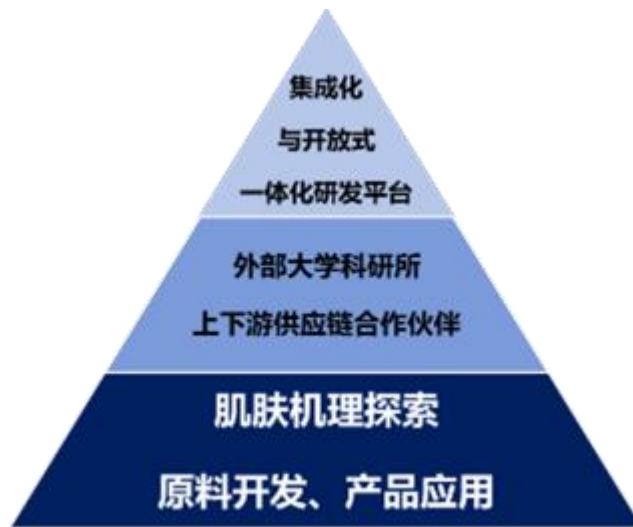


资料来源：水羊品牌官网，申万宏源研究

3.3 研发端：持续加码奠定发展基础，生产优势稳步夯实

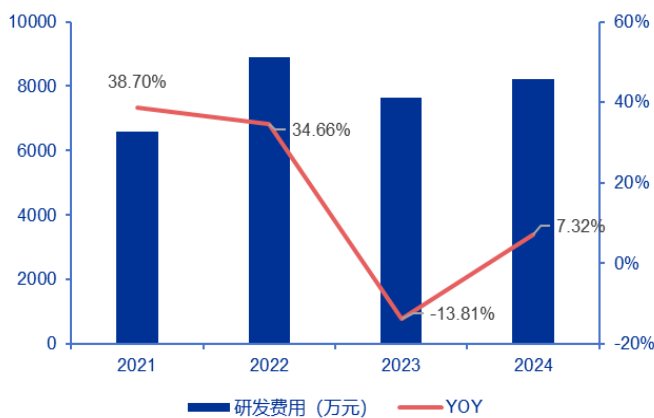
持续加码研发投入，体系化研发赋能品牌。公司制定并执行了“三体两翼一平台”的研发创新体系，深度围绕肌肤机理探索、原料开发及产品应用研发三大体系做长期深度投入，结合外部大学科研院所、上下游供应链合作伙伴共建两翼，打造集成化与开放式协同的一体化研发平台。从研发费用来看，2021-2024 年公司研发费用为 0.66 亿、0.89 亿、0.77 亿和 0.82 亿元，研发费用率为 1.32%、1.88%、1.70%和 1.94%，整体研发费用稳步增长。

图 44：“三体两翼一平台”研发创新体系



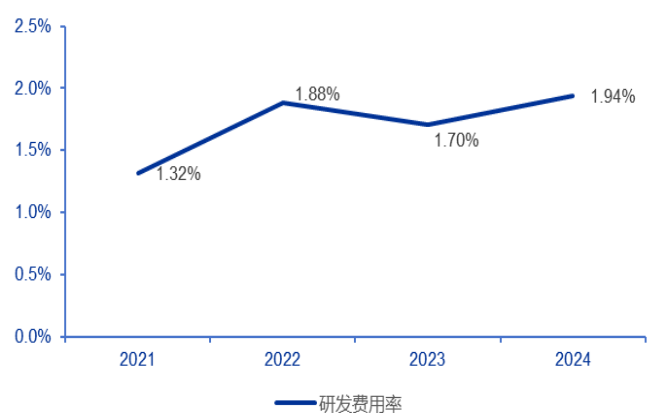
资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 45:2021-2024 公司研发费用及增速 (万元, %)



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 46: 2021-2024 公司研发费用率 (%)

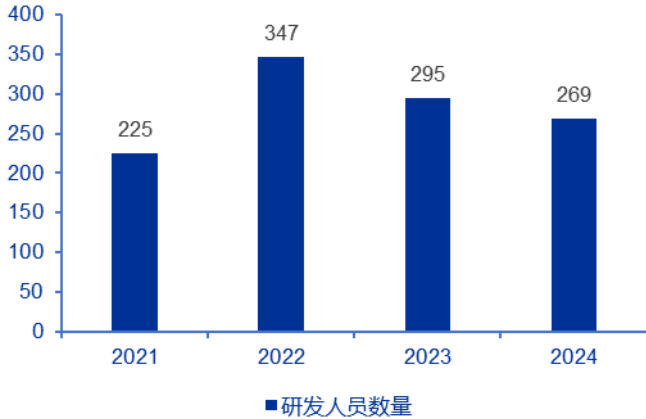


资料来源：公司年报，申万宏源研究

研发团队集聚顶尖人才，产学研合作助力体系优势。公司建立了完善的研发体系，聚集了一批业顶尖的科研人才，致力于新原料、新配方、新工艺的研发与创新。年公司

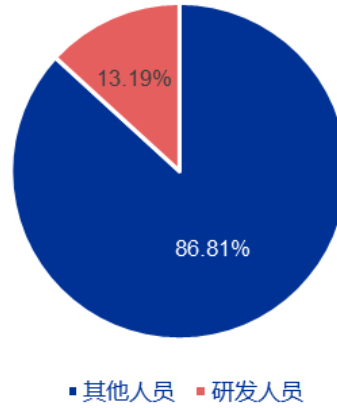
拥有研发团队 269 人，研发人员数量占比为 13.19%。公司还与江南大学、苏州大学、湖南省药检院、中国科学院上海有机化学研究所等机构开展持续且深入的合作，通过多项产学研合作项目加强创新原料的开发及生产工艺创新，掌握了多项独有技术和产品配方。

图 47:2021-2024 公司研发人员数量 (人)



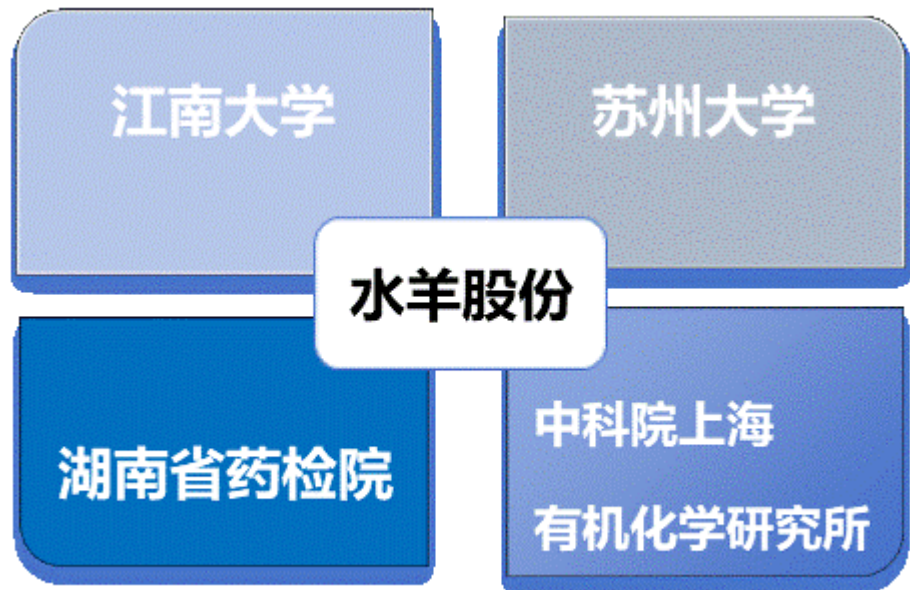
资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 48: 2024 公司研发人员占比 (%)



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 49: 公司产学研合作机构

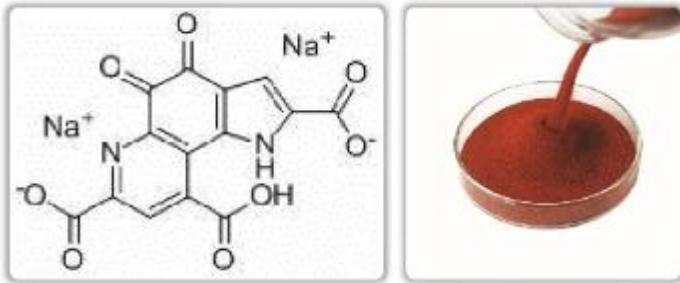


资料来源：公司年报，申万宏源研究

拥有多项专利储备，研发成果亮眼。公司目前已累积申请专利超过 350 项，研发了 10 余种独有原料技术，完成 2 项新原料备案：“吡咯并喹啉醌二钠盐”（简称 PQQ）、“黑参提取物”；参与了 13 项国家行业团体标准制定，有 4000 多项质量管理流程和内部标准，与江南大学联合研发的全球最小分子透明质酸技术成功实现产业化，并应用于旗下品牌。

2024 年，公司共申请专利 28 项，授权专利 42 项，其中授权发明专利 27 项；发表论文 15 篇，研发转化能力强。

图 50：水羊 PQQ 二钠盐化妆品新原料



资料来源：水羊股份官网，申万宏源研究

图 51：水羊黑参提取物化妆品新原料



资料来源：水羊股份官网，申万宏源研究

表 11：水羊股份研发主要内容

| 研究方向 | 研究内容 | 成果 |
|--------|---|---|
| 肌肤机理 | 东方肌肤基因差异和机理特点，开发适合东方肌肤的东方珍稀原料；搭建熬夜肌研究模型，从生物节律的角度为熬夜人群带来新解决方案；完成细胞层面及分子层面的抗氧化机理研究 | 现有多项抗氧化细胞测试模型已投入实际功效开发与验证，助力 PQQ（“吡咯并喹啉醌二钠盐”）等多款原料抗氧化功效的验证与研究 |
| 新原料开发 | 重点开展了油茶神经酰胺、茶提取物、灵芝发酵液、矿物质粉等多个原料研究项目 | 完成了“无柄灵芝菌丝体发酵产物滤液”化妆品新原料备案 |
| 产品应用研发 | 行业内首创温和清洁机理模型，开展表面活性剂皮肤渗透、皮肤油脂氧化等新方向研究；展开多个功效物组合复配研究；对 6 大类原料进行肤感维度分析；进行乳化剂、表面活性剂等辅料的性能研究，在纳米乳等不同料体的工艺制备领域进行持续的突破和创新。 | 获得 ICIC2024ANARDS、荣格技术创新奖、春雷社-了不起的中国原料等多项业内大奖 |

资料来源：公司年报，申万宏源研究

研发领域多点突破。1) 肌肤机理研究上，建立首个“3+2 东方肌肤方程式”研究院，深耕东方肌肤基因与机理，搭建熬夜肌研究模型，完成抗氧化机理研究并应用测试模型验证 PQQ 等原料功效，还发布两份肌肤研究白皮书；2) 新原料开发上，依托三大核心平台推进多项原料研究，2024 年完成“无柄灵芝菌丝体发酵产物滤液”新原料备案及技术储备，布局发酵牡丹籽油等新原料并优化其性能；3) 产品应用研发上，首创温和清洁机理模型，开展功效物复配、原料肤感分析及辅料性能研究，在纳米乳工艺等领域持续创新，相关产品斩获 ICICANARDS 等多项业内大奖。

4. 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

1) 产品销售：公司的自有品牌矩阵涵盖高端线（伊菲丹 EDB、佩尔赫乔 PA、瑞维斐 RV）与大众线（御泥坊、大水滴、小迷糊等），随着高端品牌全球渠道拓展与大众品牌新品迭代，自有品牌有望持续贡献增长动能，我们预计 2025-2027 年该板块营收增速分别为 8%/8%/7.8%，营收分别为 44.1/47.7/51.4 亿元。

2) 品牌管理服务：代理品牌业务以“全球美妆最佳 CP”模式为核心，合作超 50 个国际品牌，涵盖护肤、彩妆、个护等品类。尽管受强生系短期波动影响，但公司通过优化品牌结构、拓展高毛利品类，代理业务长期增长逻辑清晰。我们预计 2025-2027 年该板块营收分别为 1.03/1.04/1.05 亿元。

表 12：公司收入拆分

| 百万元 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入 | 4237.23 | 4630.44 | 4995.96 | 5382.32 |
| yoy | -5.69% | 9.28% | 7.89% | 7.73% |
| 运营成本 | 1567.28 | 1557.00 | 1632.07 | 1716.98 |
| yoy | -16.08% | -0.66% | 4.82% | 5.20% |
| 毛利率 | 63.01% | 66.37% | 67.33% | 68.10% |
| 产品销售 | 4086.23 | 4413.13 | 4766.18 | 5138.90 |
| yoy | -5.60% | 8.00% | 8.00% | 7.82% |
| 占比 | 96.44% | 95.31% | 95.40% | 95.48% |
| 水乳膏霜 | 3351.48 | 3619.60 | 3909.17 | 4221.90 |
| yoy | -4.38% | 8.00% | 8.00% | 8.00% |
| 占比 | 79.10% | 78.17% | 78.25% | 78.44% |
| 面膜 | 734.75 | 793.53 | 857.01 | 917.00 |
| yoy | -10.80% | 8.00% | 8.00% | 7.00% |
| 占比 | 17.34% | 17.14% | 17.15% | 17.04% |
| 品牌管理服务 | 101.81 | 102.83 | 103.86 | 104.89 |
| yoy | -6.10% | 1.00% | 1.00% | 1.00% |
| 占比 | 2.40% | 2.22% | 2.08% | 1.95% |
| 其他 | 104.07 | 114.48 | 125.93 | 138.52 |
| yoy | 91.41% | 10.00% | 10.00% | 10.00% |
| 占比 | 3.60% | 2.47% | 2.52% | 2.57% |

资料来源：Wind，申万宏源研究

4.2 投资分析意见

完善自有品牌矩阵，打造高端美妆集团。自有品牌端，通过收购伊菲丹（EDB）、佩尔赫乔（PA）、瑞维斐（RV）形成高端品牌三角；代理品牌（CP）业务合作超 个国际

品牌，依托“全球美妆最佳 CP”模式高效赋能。同时，公司线上渠道在抖音等新兴平台表现突出，研发端布局新原料与技术转化，支撑品牌长期竞争力。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 46.30/49.96/53.82 亿元，同增 9.3%、7.9%、7.7%；归母净利润分别为 2.58/3.31/3.98 亿元，同增 134.9%/28.1%/20.2%；PE 分别为 33/26/22 倍。

基于公司所在化妆品+代运营赛道，我们选择同类型企业丸美生物、毛戈平、若羽臣作为可比参考公司。其中，若羽臣作为一家以代运营业务为主的公司，近年转型自有品牌，基本面与股价有较大转变，水羊股份作为美妆代运营企业的核心公司之一，近几年通过收购高端国际化妆品的方式，逐步打造高端化全球化自有品牌矩阵，与若羽臣核心业务类似，两者参考相关性较大。丸美生物、毛戈平、若羽臣该上述公司 2025 年平均 PE 为 50 倍。考虑到水羊股份业务协同效应显著，高端品牌矩阵逐步成型，线上渠道优势持续释放，且研发实力为品牌溢价提供支撑，具备估值溢价空间。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

表 13：可比公司估值

| 证券代码 | 证券简称 | 总市值(亿元) | 收盘价(元) | 每股收益(元) | | | PE(X) | | |
|------------|------|---------|--------|---------|-------|-------|-----------|-----------|-----------|
| | | | | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E |
| 603983.SH | 丸美生物 | 160.68 | 40.07 | 1.08 | 1.37 | 1.71 | 37 | 29 | 23 |
| 1318.HK | 毛戈平 | 448.30 | 91.45 | 2.43 | 3.14 | 3.97 | 38 | 29 | 23 |
| 003010.SZ | 若羽臣 | 130.18 | 58.59 | 0.79 | 1.11 | 1.49 | 74 | 53 | 39 |
| 平均值 | | | | | | | 50 | 37 | 29 |
| 300740.SZ | 水羊股份 | 86.00 | 22.05 | 0.66 | 0.85 | 1.02 | 33 | 26 | 22 |

资料来源：Wind，申万宏源研究

备注：可比公司预测均来自 Wind 一致预测，以 2025 年 9 月 11 日收盘价计算，货币单位采用人民币计量，人民币/港币=1.1。

5.风险提示

品牌运营风险：水羊股份旗下高端品牌依赖收购后本土化运营，若对 EDB、RV 等品牌的定位把控、渠道适配出现偏差，或营销活动未能契合目标客群心智，可能导致品牌势能下滑，影响市场渗透速度；

代理业务波动风险：代理品牌中强生系业务占比仍较高，若科赴集团品牌策略调整、合作条款变更，或 KIKO 等非强生系品牌增长不及预期，可能引发代理业务整体营收波动，拖累公司业绩；

研发转化不及预期风险：公司虽布局新原料（如黑参提取物、PQQ）和技术研发，但化妆品行业研发周期长、投入大，若新原料功效验证未达预期、技术难以转化为产品竞争力，可能错失市场机遇，削弱品牌差异化优势；

渠道竞争加剧风险：线上渠道依赖抖音、天猫等第三方平台，若平台流量规则变化、获客成本上升，或珀莱雅、华熙生物等竞品加大渠道投入，可能导致水羊线上份额被挤压；线下高端渠道拓展（如 SKP、奢品商场）若未能形成规模效应，也将影响增长节奏；

国际市场拓展风险: 伊菲丹、RV 等品牌加速全球布局, 但海外市场面临当地品牌竞争、政策法规差异 (如原料备案、广告合规) 等问题, 若本地化运营不当、海外渠道建设滞后, 可能导致全球扩张不及预期, 难以复制国内成功模式。

财务摘要

合并利润表

| 百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 4,493 | 4,237 | 4,630 | 4,996 | 5,382 |
| 营业收入 | 4,493 | 4,237 | 4,630 | 4,996 | 5,382 |
| 营业总成本 | 4,126 | 4,073 | 4,336 | 4,619 | 4,932 |
| 营业成本 | 1,868 | 1,567 | 1,557 | 1,632 | 1,717 |
| 税金及附加 | 23 | 15 | 16 | 18 | 19 |
| 销售费用 | 1,858 | 2,079 | 2,315 | 2,493 | 2,686 |
| 管理费用 | 235 | 261 | 296 | 320 | 344 |
| 研发费用 | 77 | 82 | 93 | 100 | 108 |
| 财务费用 | 65 | 69 | 59 | 57 | 58 |
| 其他收益 | 23 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 投资收益 | 16 | -15 | -15 | -15 | -15 |
| 净敞口套期收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | -14 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 信用减值损失 | -9 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 资产减值损失 | -40 | -37 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 347 | 125 | 287 | 369 | 443 |
| 营业外收支 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 347 | 125 | 287 | 369 | 443 |
| 所得税 | 48 | 14 | 27 | 35 | 41 |
| 净利润 | 299 | 112 | 260 | 335 | 402 |
| 少数股东损益 | 5 | 2 | 1 | 4 | 4 |
| 归母净利润 | 294 | 110 | 258 | 331 | 398 |

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

| 百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------|------|------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 299 | 112 | 260 | 335 | 402 |
| 加：折旧摊销减值 | 116 | 130 | 127 | 167 | 217 |
| 财务费用 | 57 | 57 | 59 | 57 | 58 |
| 非经营损失 | -19 | -6 | 15 | 15 | 15 |
| 营运资本变动 | -203 | -14 | 177 | -51 | -61 |
| 其它 | 12 | -13 | 0 | 0 | 0 |
| 经营活动现金流 | 262 | 266 | 637 | 522 | 630 |
| 资本开支 | 112 | 262 | 350 | 400 | 500 |
| 其它投资现金流 | -169 | -74 | -65 | -65 | -65 |
| 投资活动现金流 | -281 | -335 | -415 | -465 | -565 |
| 吸收投资 | 693 | 2 | 2 | 0 | 0 |
| 负债净变化 | -412 | 164 | -104 | -2 | 57 |
| 支付股利、利息 | 76 | 71 | 59 | 57 | 58 |
| 其它融资现金流 | -15 | -65 | -89 | 0 | 0 |
| 融资活动现金流 | 192 | 31 | -251 | -59 | -1 |
| 净现金流 | 179 | -37 | -29 | -1 | 64 |

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

| 百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 2,315 | 2,150 | 2,039 | 2,147 | 2,325 |
| 现金及等价物 | 814 | 605 | 626 | 675 | 789 |
| 应收款项 | 587 | 602 | 602 | 602 | 602 |
| 存货净额 | 795 | 830 | 697 | 756 | 820 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 119 | 113 | 113 | 113 | 113 |
| 长期投资 | 81 | 89 | 89 | 89 | 89 |
| 固定资产 | 859 | 930 | 1,153 | 1,386 | 1,670 |
| 无形资产及其他资产 | 860 | 1,082 | 1,082 | 1,082 | 1,082 |
| 资产总计 | 4,115 | 4,251 | 4,363 | 4,704 | 5,165 |
| 流动负债 | 1,046 | 903 | 845 | 854 | 915 |
| 短期借款 | 467 | 455 | 353 | 353 | 412 |
| 应付款项 | 418 | 264 | 308 | 317 | 319 |
| 其它流动负债 | 161 | 184 | 184 | 184 | 184 |
| 非流动负债 | 994 | 1,254 | 1,251 | 1,249 | 1,247 |
| 负债合计 | 2,040 | 2,157 | 2,096 | 2,103 | 2,162 |
| 股本 | 390 | 388 | 390 | 390 | 390 |
| 其他权益工具 | 89 | 89 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积 | 485 | 444 | 444 | 444 | 444 |
| 其他综合收益 | -41 | -48 | -48 | -48 | -48 |
| 盈余公积 | 24 | 30 | 43 | 60 | 80 |
| 未分配利润 | 1,128 | 1,194 | 1,439 | 1,753 | 2,130 |
| 少数股东权益 | -1 | -2 | -1 | 3 | 7 |
| 股东权益 | 2,075 | 2,094 | 2,266 | 2,601 | 3,003 |
| 负债和股东权益合计 | 4,115 | 4,251 | 4,363 | 4,704 | 5,165 |

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

| | | | |
|--------|-----|--------------|--------------------------|
| 华东组 | 茅炯 | 021-33388488 | maojiong@swyhsc.com |
| 银行团队 | 李庆 | 021-33388245 | liqing3@swyhsc.com |
| 华北组 | 肖霞 | 010-66500628 | xiaoxia@swyhsc.com |
| 华南组 | 张晓卓 | 13724383669 | zhangxiaozhuo@swyhsc.com |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 021-33388860 | zhuxiaoyi@swyhsc.com |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123 | panyeming@swyhsc.com |

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|-------------------|----------------------------|
| 买入 (Buy) | ： 相对强于市场表现 20%以上； |
| 增持 (Outperform) | ： 相对强于市场表现 5% ~ 20%； |
| 中性 (Neutral) | ： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ： 相对弱于市场表现 5%以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|------------------|------------------|
| 看好 (Overweight) | ： 行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ： 行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ： 行业弱于整体市场表现。 |

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数： 沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。