

公司研究 | 点评报告 | 水羊股份 (300740.SZ)

水羊股份 2025 年半年报点评：品牌结构持续优化，业绩迎来收获阶段

报告要点

2025Q2，公司实现营业收入 14.14 亿元，同比增长 12.16%，实现归母净利润 0.81 亿元，同比增长 24%。

分析师及联系人



李锦

SAC: S0490514080004
SFC: BUV258



罗祎

SAC: S0490520080019



秦意昂

SAC: S0490524110002

水羊股份 (300740.SZ)

水羊股份 2025 年半年报点评：品牌结构持续优化，业绩迎来收获阶段

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

2025Q2，公司实现营业收入 14.14 亿元，同比增长 12.16%，实现归母净利润 0.81 亿元，同比增长 24%。

事件评论

- **2025Q2，公司高端化战略持续推进，收入端保持双位数增长，且品牌结构持续改善下，带动了盈利能力的提升。**2025Q2，公司实现营业收入 14.14 亿元，同比增长 12%，或主因公司自有品牌完成了高端化、全球化升级，2025H1 公司自有品牌实现了 10.4 亿元，自有品牌毛利率达到了 77%，同比提升 5.7 个百分点，预计伊菲丹、RV、PA 等品牌增幅比较好，2025Q2 公司毛利率同比提升 3.7 个百分点，或因品牌结构持续优化，高端品牌的占比持续提升。费用端，2025Q2 公司销售费用率同比提升 1.2 个百分点，或因公司加大了品牌宣传的投入，管理费用率同比提升 0.9 个百分点，研发费用率同比提升 0.5 个百分点，财务费用率同比下降 0.1 个百分点，综合来看，单二季度公司由于高端品牌升级战略的驱动下，毛利率提升较多，综合使得公司归母净利率同比提升 0.5 个百分点。
- **报告期内，公司高端品牌线的产品梯队完善，线下高端渠道持续搭建。**EDB：产品梯队建设维度，配方优化与升级后的超级面膜二代受到众多消费者喜爱，精华防晒、rich 面霜等储备单品也实现了高速增长，此外线下直营门店 EDB 中国区已经开设合肥银泰、杭州武林银泰、上海前滩太古里、武汉 SKP、西安开元、深圳湾万象城、上海张园城堡店、西安赛格 8 家正式直营门店。**PA**：报告期内在中国区成功推出 4 款全新产品，持续完善品牌产品体系。**RV**：报告期内品牌曝光度与人群资产持续提升，小红书平台用户自发发布笔记占比 80%，且受到胡兵、李湘、江疏影、张俪、章小蕙等明星名媛自发种草，品牌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。
- **投资建议：**我们认为，公司当前着眼于打造“全球新晋高奢美妆集团”标签，自年初以来，公司得益于业务结构优化以及品牌投入，集团收入呈现双位数增长，品牌结构持续优化带动了利润率逐步修复，伴随高奢美妆集团矩阵有望逐步打造成型，伊菲丹持续的品牌投入亦有望增厚品牌积淀，RV、PA 等品牌蓄势待发，后续将迎来变革收获期。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 2.6、3.6、4.3 亿元，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、供应链管理问题；
- 2、行业竞争加剧。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

| | |
|---------------|------------|
| 当前股价(元) | 22.20 |
| 总股本(万股) | 39,000 |
| 流通A股/B股(万股) | 35,902/0 |
| 每股净资产(元) | 5.29 |
| 近12月最高/最低价(元) | 24.88/9.60 |

注：股价为 2025 年 9 月 8 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《水羊股份 2024 年年报及 2025Q1 点评：业务阶段调整，高端美妆梯队持续建设》2025-05-26
- 《水羊股份 2024 年三季度点评：业务调整期利润波动，延续高端品牌战略》2024-11-17
- 《水羊股份 2024 年中报点评：品牌投入阶段性增强，毛利率稳步提升》2024-08-14

更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

1、供应链管理问题。因护肤品和电子商务行业的特殊性，本公司产品的仓储与配送需满足终端需求的及时性和多样性，提升消费者购物体验，因此公司需保持一定的存货库存量。同时，公司品牌、产品种类较多，仓库分布于多个区域，这对自身供应链管理能力的提出了较高要求。此外，护肤品的有效期管理更为严格，临近有效期的化妆品不能对外销售，而是在履行相关程序后销毁。虽然公司建立了严格的管理制度，但若供应链管理不善或者未能有效执行管理制度，导致存货临期、毁损、丢失等情况发生，将给公司经营活动带来不利影响。

2、行业竞争加剧。在目前化妆品行业处于充分竞争的格局下，公司可能面临竞争对手通过包括但不限于价格战、广告战等竞争手段，挤占公司的市场份额，同时传统化妆品企业纷纷加强线上销售渠道建设，公司线上销售渠道面临更为直接的竞争压力，而线上渠道的变革非常迅速，新型电商渠道不断崛起。如果公司不能采取有效手段应对激烈市场竞争，例如未能准确把握目标消费者需求，未能及时开发出适销对路的产品，未能及时布局新型销售渠道等，公司将面临市场份额和盈利能力下滑的风险。

财务报表及预测指标

| 利润表 (百万元) | | | | | 资产负债表 (百万元) | | | | |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 营业总收入 | 4237 | 4962 | 5593 | 6265 | 货币资金 | 477 | 964 | 1178 | 1436 |
| 营业成本 | 1567 | 1637 | 1734 | 1942 | 交易性金融资产 | 128 | 130 | 132 | 134 |
| 毛利 | 2670 | 3324 | 3859 | 4323 | 应收账款 | 347 | 546 | 611 | 681 |
| %营业收入 | 63% | 67% | 69% | 69% | 存货 | 830 | 682 | 722 | 809 |
| 营业税金及附加 | 15 | 23 | 25 | 26 | 预付账款 | 202 | 106 | 113 | 126 |
| %营业收入 | 0% | 0% | 0% | 0% | 其他流动资产 | 166 | 187 | 201 | 215 |
| 销售费用 | 2079 | 2649 | 3019 | 3347 | 流动资产合计 | 2150 | 2616 | 2958 | 3402 |
| %营业收入 | 49% | 53% | 54% | 53% | 长期股权投资 | 28 | 28 | 28 | 28 |
| 管理费用 | 261 | 198 | 224 | 251 | 投资性房地产 | 121 | 121 | 121 | 121 |
| %营业收入 | 6% | 4% | 4% | 4% | 固定资产合计 | 918 | 885 | 852 | 819 |
| 研发费用 | 82 | 99 | 112 | 125 | 无形资产 | 285 | 287 | 289 | 291 |
| %营业收入 | 2% | 2% | 2% | 2% | 商誉 | 443 | 443 | 443 | 443 |
| 财务费用 | 69 | 50 | 56 | 63 | 递延所得税资产 | 142 | 147 | 147 | 147 |
| %营业收入 | 2% | 1% | 1% | 1% | 其他非流动资产 | 163 | 269 | 366 | 461 |
| 加: 资产减值损失 | -37 | -10 | -10 | -10 | 资产总计 | 4251 | 4798 | 5205 | 5713 |
| 信用减值损失 | 5 | -5 | -5 | -5 | 短期贷款 | 353 | 353 | 353 | 353 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 2 | 2 | 2 | 应付款项 | 126 | 239 | 253 | 283 |
| 投资收益 | -15 | 0 | 0 | 0 | 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 125 | 302 | 421 | 508 | 应付职工薪酬 | 65 | 49 | 52 | 58 |
| %营业收入 | 3% | 6% | 8% | 8% | 应交税费 | 60 | 89 | 101 | 113 |
| 营业外收支 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他流动负债 | 298 | 436 | 457 | 484 |
| 利润总额 | 125 | 302 | 421 | 508 | 流动负债合计 | 903 | 1166 | 1216 | 1292 |
| %营业收入 | 3% | 6% | 8% | 8% | 长期借款 | 545 | 545 | 545 | 545 |
| 所得税费用 | 14 | 45 | 63 | 76 | 应付债券 | 637 | 637 | 637 | 637 |
| 净利润 | 112 | 257 | 357 | 432 | 递延所得税负债 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 110 | 257 | 357 | 432 | 其他非流动负债 | 46 | 46 | 46 | 46 |
| 少数股东损益 | 2 | 0 | 0 | 0 | 负债合计 | 2157 | 2420 | 2469 | 2545 |
| EPS (元) | 0.28 | 0.66 | 0.92 | 1.11 | 归属于母公司所有者权益 | 2097 | 2381 | 2738 | 3170 |
| | | | | | 少数股东权益 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| 现金流量表 (百万元) | | | | | 股东权益 | 2094 | 2378 | 2736 | 3168 |
| | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E | 负债及股东权益 | 4251 | 4798 | 5205 | 5713 |
| 经营活动现金流净额 | 266 | 475 | 412 | 454 | | | | | |
| 取得投资收益收回现金 | 4 | 0 | 0 | 0 | 基本指标 | | | | |
| 长期股权投资 | -8 | 0 | 0 | 0 | | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
| 资本性支出 | -262 | -120 | -120 | -120 | 每股收益 | 0.28 | 0.66 | 0.92 | 1.11 |
| 其他 | -69 | -11 | -2 | 0 | 每股经营现金流 | 0.68 | 1.22 | 1.06 | 1.16 |
| 投资活动现金流净额 | -335 | -131 | -121 | -120 | 市盈率 | 47.21 | 33.73 | 24.22 | 20.06 |
| 债券融资 | 22 | 0 | 0 | 0 | 市净率 | 2.45 | 3.64 | 3.16 | 2.73 |
| 股权融资 | 2 | 23 | 0 | 0 | EV/EBITDA | 18.81 | 24.07 | 17.89 | 14.74 |
| 银行贷款增加(减少) | 308 | 0 | 0 | 0 | 总资产收益率 | 2.6% | 5.3% | 6.9% | 7.6% |
| 筹资成本 | -71 | -86 | -86 | -86 | 净资产收益率 | 5.2% | 10.8% | 13.1% | 13.6% |
| 其他 | -231 | 208 | 10 | 10 | 净利率 | 2.6% | 5.2% | 6.4% | 6.9% |
| 筹资活动现金流净额 | 31 | 145 | -76 | -76 | 资产负债率 | 50.7% | 50.4% | 47.4% | 44.5% |
| 现金净流量 (不含汇率变动影响) | -39 | 488 | 214 | 258 | 总资产周转率 | 1.01 | 1.10 | 1.12 | 1.15 |

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。