

水羊股份(300740)

报告日期: 2025 年 09 月 16 日

高端转型效果渐显，高奢新星冉冉升起

——水羊股份深度报告

投资要点

- 调整近尾声，高端化转型效果渐显。25 年大众线自有品牌&代运营经营企稳，高端品牌收入高增、盈利持续向好。公司坚定品牌思维做事，看好高奢美妆品牌管理能力的复制和放大。

超预期点

1、EDB 步入 1-10 阶段、增长高质稳健

市场担心：EDB 经过 2 年多的高速增长，后续增长会放缓。

我们认为：自 22 年 8 月并表，2-3 年时间通过搭建大单品矩阵+线上达播自播双管齐下+持续品牌建设（代言人等）使得 EDB 完成 0-1 的蜕变，25 年收入预计破 10 亿元。步入 1-10 阶段，公司更注重品牌思维做事、追求良性增长。24H2 来线上主动弱化头部主播依赖，提高平销占比、1H25 天猫渠道平销同增 40%，2Q25 平销拉动下恢复增长（2Q25 天猫+抖音 GMV 同比+21%、环比 1Q25 的-10%改善明显）；线下加快高端渠道体系化布局，强化品牌心智、加深与消费者链接，24 年国内线下增速超 100%、1H25 延续高增，门店模型基本跑通、目标 3 年开出 50 家带 SPA 的门店（旗舰张园店今年 2 月开业来持续超预期）。25 年收入增速 20%确定性高，未来预计延续稳健增长。

2、中长期确定性来自高奢美妆品牌管理能力的复制

市场担心：第二增长曲线能否兑现。

我们认为：EDB 的成功已经验证了公司管理高端美妆品牌的能力。25 年开始发力高端品牌 PA、RV（客单价分别超过 100、300 美元），25H1 PA、VAA、RV 等高端品牌收入均爆发式增长，盈利向好。单个高奢品牌远期空间可参考海蓝之谜 24 年全球/中国市场零售额 16.4/9.8 亿美元（欧睿数据）。行业端，中国高端护肤市场国货品牌缺位，长青大单品支撑高端客户黏性、千元价格带以上国际品牌韧性更强，海蓝之谜、赫莲娜、CPB 市占率呈逆势提升趋势。我们认为 PA、RV、EDB 品牌底蕴深厚，长青大单品在贵妇/名媛圈有较好的口碑，强化运营+完善产品矩阵后品牌有望在高端市场持续突破。

3、大众线自有品牌及代运营业务企稳

市场担心：大众线自有品牌及代运营拖累业绩。

我们认为：24 年调整足够充分，大众线品牌主动收缩，25 年预计盈亏平衡。代运营业务 24 年受科赴调整影响较大，同时也进行了品牌的汰换，25 年科赴步入正轨，其他品牌发展良好，代运营整体贡献正向利润，且作为接触全球优秀品牌的重要通道，带来未来收购的可能性。

驱动因素

1、0-1 阶段高端品牌 PA、RV 低基数下收入高增，利润率爬坡，业绩兑现，公司高奢美妆品牌管理能力持续被验证，提升估值中枢、给予成长性估值。

2、1-10 阶段 EDB 品牌渗透率持续提升，高奢品牌心智进一步强化。

检验指标：PA、EDB、RV 品牌线上 GMV 增速，PA、EDB、RV 品牌大单品渗透率及新品孵化情况，EDB 品牌线下门店流水

可能催化剂：EDB 线上 GMV 增速持续改善，PA、RV 品牌利润率爬坡超预期，财报业绩超预期

盈利预测与估值分析

预计 25-27 年归母净利润 2.59/3.36/4.16 亿元、同比+136%/+29%/+24%，当前股价对应 PE 34/26/21 倍，维持“买入”评级。

风险提示

化妆品行业竞争加剧、营销投放转化不及预期，高端化转型不及预期

投资评级：买入(维持)

分析师：马莉

执业证书号：S1230520070002

mali@stocke.com.cn

分析师：罗晓婷

执业证书号：S1230525020003

luoxiaoting@stocke.com.cn

分析师：周舒怡

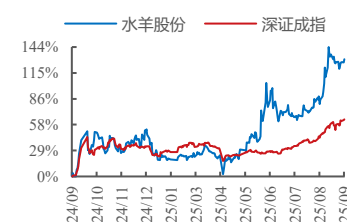
执业证书号：S1230525060002

zhoushuyi@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 22.48
总市值(百万元)	8,767.32
总股本(百万股)	390.01

股票走势图



相关报告

- 《Q2 业绩增长提速，高端转型效果渐显》 2025.08.22
- 《战略调整，短期承压，未来聚焦高奢品牌》 2024.11.02
- 《收购美国高奢品牌，全球高端化布局再添一子》 2024.10.16

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4237.23	4630.86	5208.21	5941.72
(+/-) (%)	-5.69%	9.29%	12.47%	14.08%
归母净利润	109.95	259.46	335.61	415.87
(+/-) (%)	-62.63%	135.97%	29.35%	23.91%
每股收益(元)	0.28	0.67	0.86	1.07
P/E	79.74	33.79	26.12	21.08

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 战略转型：聚焦高端，坚定品牌思维做事	5
2 EDB：1-10 阶段“慢”即是快，追求高质增长	6
3 更远期看高端美妆品牌运营方法论的复制	9
3.1 PA：融雪面膜引领高增，加速完善产品矩阵	10
3.2 RV：大单品口碑好，强化运营、势能望快速释放	10
3.3 如何看高奢品牌空间？	11
4 盈利预测与估值分析	12
5 风险提示	14

图表目录

图 1: 公司 22 年起陆续收购 EDB、PA、RV、HB 高奢/轻奢美妆品牌, 24 年确立“高端化、全球化”战略转型.....	5
图 2: 聚焦高端, 收缩大众线.....	6
图 3: 24 年公司收入同比-5.7%, 1Q25/2Q25 收入同比+5%/+12%.....	6
图 4: 24 年公司业绩承压, 1H25 低基数下恢复增长	6
图 5: 25 年 EDB 营收预计突破 10 亿元, 迈向 1-10 阶段	7
图 6: EDB 中国市场产品矩阵.....	7
图 7: EDB 抖音渠道品类结构.....	7
图 8: EDB 海外产品布局按品类划分	7
图 9: EDB 海外产品布局按系列划分	7
图 10: 2H24 来 EDB 主动降低头部主播依赖、线上 GMV 增速放缓, 2Q25 平销拉动下增速恢复 (单位: 百万元)	8
图 11: EDB 品牌在抖音平台 31-40 岁为购买主力军、其次是 24-30 岁	8
图 12: EDB 全球渠道布局.....	8
图 13: EDB 上海张园 6 个 SPA 护理项目	9
图 14: “疗愈+美业”结合后互动量提升显著.....	9
图 15: 高奢/轻奢品牌矩阵精准卡位差异化细分赛道.....	9
图 16: PA 产品矩阵.....	10
图 17: PA 自 24 年 3 月抖音开始放量, 1H25GMV 1.6+亿元、同比+180%.....	10
图 18: RV 产品矩阵	11
图 19: RV 品牌在抖音平台开始起量, 25 年 6 月 GMV 超过 800 万元	11
图 20: 2016-2021 年我国高端护肤市场占比快速提升、2022 年后稳中有降	11
图 21: 我国高端护肤市场 top 品牌市场份额	11
图 22: 中国高端护肤市场 2016-2021 年展现高成长、2022 年后景气度走弱	12
图 23: 2024 年我国高端护肤市场 TOP 品牌零售额规模 (亿元)	12
图 24: 高端护肤、莱珀妮、海蓝之谜各地区零售规模 (单位: 亿美元)	12
图 25: 公司盈利预测 (单位: 百万元)	13
图 26: 可比公司估值.....	14
表附录: 三大报表预测值.....	15

1 战略转型：聚焦高端，坚定品牌思维做事

21 年正式发布以自有品牌为主，CP 代理业务为辅的双业务驱动战略，公司一直在追求品牌升级和转型。依托 CP 业务，公司逐渐培养起管理全球化、高端品牌的能力，特别是在中国市场的运营能力。同时，借助 CP 平台深入接触全球优秀品牌，并在合适的时机引入公司旗下，例如 EDB、H&B 收购前均由水羊国际代理。

2024 年确立“高端化、全球化”战略定位，资源倾斜高端品牌，向高奢美妆管理集团进发。2022 年收购法国高端护肤品牌 EDB（伊菲丹）、法国高端院线修护品牌 PierAuge（佩尔赫乔、PA），2024 年收购美国奢华科学功效护肤品牌 R é VIVE（RV），以及 25 年引入英国高端男士理容品牌 Hawkins & Brimble，形成高奢 EDB、RV&轻奢 PA、VAA（自主孵化）、H&B 美妆品牌矩阵。

图1：公司 22 年起陆续收购 EDB、PA、RV、HB 高奢/轻奢美妆品牌，24 年确立“高端化、全球化”战略转型



资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

经历 2024 年的调整、转型，25 年大众线自有品牌&CP 代运营业务经营企稳，高端化战略升级将迈向收获期。

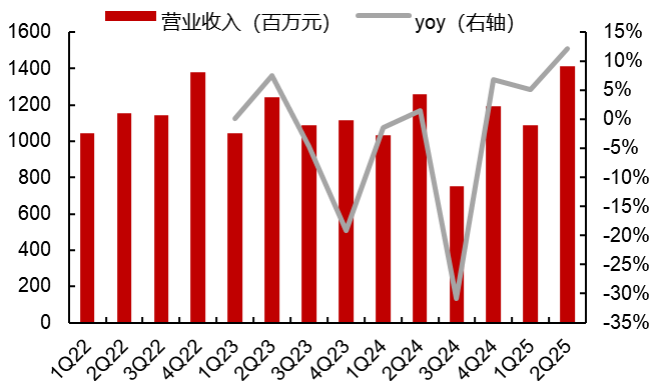
- 1) 大众线自有品牌：战略收缩，25 年预计盈亏平衡；
- 2) 高端线自有品牌：EDB 预计收入端稳健增长、利润率稳中有升，其他高端品牌收入高增，盈利向好；
- 3) CP 代运营：科赴逐渐回到正常轨道，作为潜在的并购池是公司长期经营和发展的战略性业务。

图2：聚焦高端，收缩大众线

品牌			定位	业务展望
自有品牌 (24 年收入 16.5 亿元)	高奢	EDB: 法国高奢敏肌抗衰	聚焦高端品牌，精力主要 放在 EDB 上，第二梯队 品牌学习 EDB 经验	1-10 阶段，追求良性发展，收入稳健 增长，利润率稳中有升
		RV: 美国奢华科学功效护肤		0-1 阶段，收入高增，利润率爬坡
	PA: 法国高端院线修护			
	H&B: 英伦男士理容			
	VAA: 高端彩妆品牌			
	大众线	御泥坊	战略收缩	25 年争取盈亏平衡
		大水滴		
		小迷糊等		
CP 业务 (24 年收入 25.9 亿元)	护肤、彩妆、个护、香水、健康食品 5 大品类构成 (美斯蒂克、AMOUAGE、3LAB 等)		长期经营和发展的战略性 业务	科赴逐渐回到正常轨道，其他 CP 品牌 发展良好，贡献正向利润，且未来带 来收购的可能性

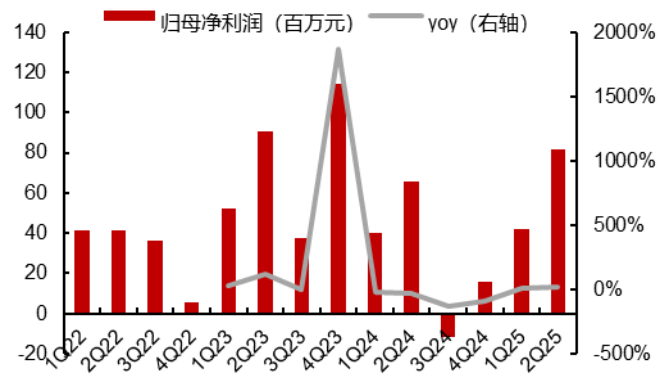
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图3：24 年公司收入同比-5.7%，1Q25/2Q25 收入同比+5%/+12%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4：24 年公司业绩承压，1H25 低基数下恢复增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 EDB：1-10 阶段“慢”即是快，追求高质增长

2-3 年时间将伊菲丹打造成 10 亿级营收品牌、完成 0-1 蜕变，2025 年进入 1-10 阶段，侧重品牌资产积累。

2019 年伊菲丹正式进入中国大陆市场，公司为其在中国独家代运营商；2022 年公司以 4950 万欧元收购 90.05% 股权，将伊菲丹转为自有品牌（22 年 8 月并表）；收购后第一个完整年度，2023 年伊菲丹全球 GMV 突破 10 亿元、翻倍增长，24 年下半年开始发力线下渠道的体系化布局，25 年公司预期收入增速 20% 左右、利润增速有望高于收入增速。

图5：25年 EDB 营收预计突破 10 亿元，迈向 1-10 阶段



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

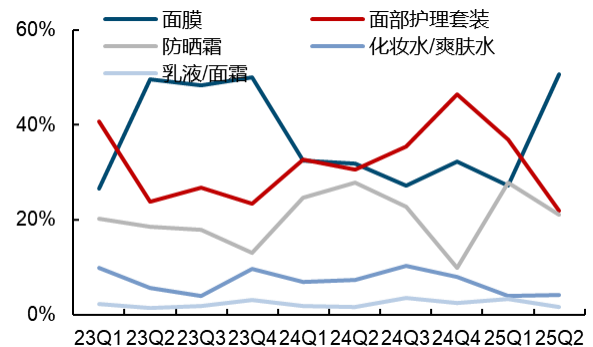
大单品矩阵逐步成型。国内市场从【超级面膜单品出圈】→【超级 CP（超级面膜+胶原蛋白）、防晒精华跑出】→发力面霜品类（25年8月推出 rich 面霜升级版）。

图6：EDB 中国市场产品矩阵



资料来源：伊菲丹天猫旗舰店，浙商证券研究所

图7：EDB 抖音渠道品类结构



资料来源：飞瓜数据，浙商证券研究所

海外品类布局完善、产品丰富，中国区未来将逐步适时引入。根据伊菲丹官网，海外有 50+款产品，品类齐全，包括精华、面霜、身体护理等，中国市场目前主要在销 10+款产品。

图8：EDB 海外产品布局按品类划分



资料来源：伊菲丹海外官网，浙商证券研究所

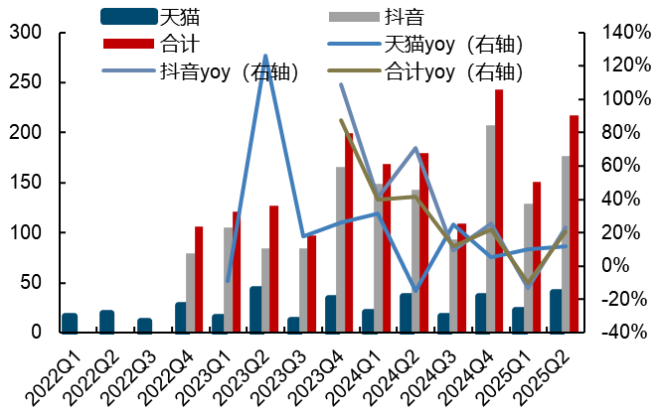
图9：EDB 海外产品布局按系列划分



资料来源：伊菲丹海外官网，浙商证券研究所

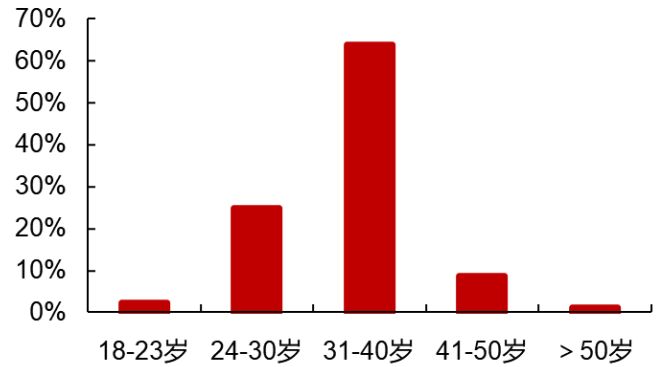
线上：追求良性增长。2H24 主动降低头部主播依赖致线上 GMV 增速放缓，2Q25 平销拉动下增速恢复，据蝉妈妈和久谦数据，2Q25 EDB 天猫+抖音 GMV 同比+21%、环比改善明显（1Q25 为-10%），1H25 平销占比提升，据公司公告天猫渠道 1H25 平销实现 40%左右的增长。

图10： 2H24 来 EDB 主动降低头部主播依赖、线上 GMV 增速放缓，2Q25 平销拉动下增速恢复（单位：百万元）



资料来源：久谦，蝉妈妈，浙商证券研究所（注：天猫 GMV=EDB 官方旗舰店 GMV+海外旗舰店 GMV，来自久谦数据；抖音来自蝉妈妈数据）

图11： EDB 品牌在抖音平台 31-40 岁为购买主力军、其次是 24-30 岁



资料来源：蝉妈妈，浙商证券研究所

线下：线下门店选址模型、财务模型、运营模式已经跑出，目标 3 年中国区开出 50 家 SPA 店。上半年已经开出 8 家直营门店（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），后续将在多个线下百货商场开启 POPUP 店铺，测试客流情况。

图12： EDB 全球渠道布局

渠道分布			
国内	线下	高端百货：8 家正式直营门店	
		Day SPA 专业渠道	
	线上	天猫、抖音、小红书、京东等主流平台	
海外	线上	独立站（美国市场表现突出）	
	线下	高端百货	英国：哈罗德百货 24 年 9 月切换到商场一楼最中间的商位
			法国：24 年 8 月在巴黎老佛爷的 2 个专柜正式亮相
			加拿大：第二大城市蒙特利尔开设品牌第一家店
			接受了法国莎玛丽丹百货的邀约
		SPA 渠道	超五星酒店如瑰丽、瑞吉、华尔道夫等合作 SPA
免税			

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

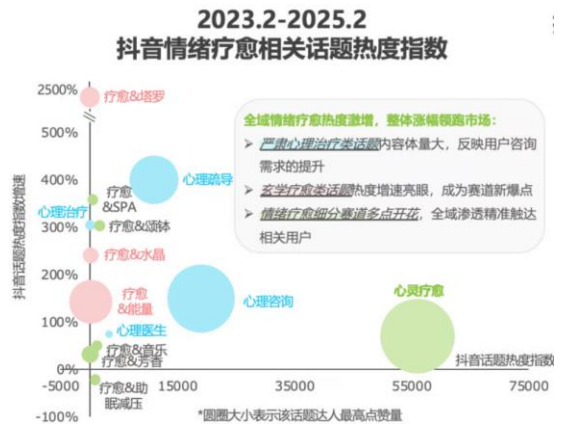
情绪需求催生疗愈市场，看好疗愈 SPA 细分赛道潜力。今年 2 月 14 日，由创始人带领多位法国艺术家亲自操刀的亚洲首家城堡店上海张园店正式开业，提供全球仅巴黎及上海张园能够体验到的面部和身体 SPA，近半年业绩超出预期，四间美容 SPA 室以顶奢臻金系列为核心产品，通过创新的 5 感 SPA 给每位用户带来了视、触、嗅、听全方位的极致体验，大众点评上线 6 个 SPA 护理项目，原价在 3880-13888 元不等。

图13：EDB上海张园6个SPA护理项目



资料来源：大众点评，浙商证券研究所

图14：“疗愈+美业”结合后互动量提升显著



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

3 更远期看高端美妆品牌运营方法论的复制

高奢/轻奢品牌矩阵精准卡位差异化细分赛道，PA 定位轻奢院线修护、RV 定位高奢科学功效、H&B 定位英伦男士理容。

1) 品牌底蕴深厚：PA1961 年由赫乔家族创立，RV 由整形科的医学博士创立、近 30 年历史。

2) 大单品拥有较好的人群资产：PA 融雪面膜、RV 的回春油/口水精华、H&B 男士发油均在特定群体中拥有良好的口碑。

图15：高奢/轻奢品牌矩阵精准卡位差异化细分赛道

所处阶段	品牌	收购时间	品牌底蕴	定位	客单价	体量	发力方向
1-10	伊菲丹	22 年	法国贵族 2007 年创立	法国高奢敏感肌抗衰	2500-3000 元	24 年营收近 10 亿元，公司预期 25 年收入增速 20%	追求良性增长，线上提高平销占比；发力线下体系化布局（高端酒店、高端百货、高端 SPA 等），规划 2027 年中国开出 50 家带 SPA 的实体门店
0-1	PA	22 年取得 PA 中国商标，24 年取得法国完整所有权	1961 年由赫乔家族创立	法国院线修护（轻奢）	500-1500 元	24 年全球 GMV 3500-4000 万美元≈21 年的 EDB	推出更多升级的产品线，复用 RV、伊菲丹已经建立的渠道优势
0-1	RV	24 年	整形科的医学博士创立，近 30 年历史	美国高奢科学功效护肤	2000 元+	24 年全球 GMV 在 7000-8000 万美元≈22 年的 EDB，超过 70% 市场在欧美地区	先聚焦美国本土市场平稳交接过渡；中国市场起步（24 年底正式进入），张俪、章小蕙等明星名媛小红书自发种草，加大投入后预计能快速起量
0-1	H&B	25 年		英伦男士理容	行业平均值 2 倍		核心单品为男士发油，聚焦定位于资深中产和新锐白领男士人群。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.1 PA：融雪面膜引领高增，加速完善产品矩阵

2022 年获得 PA 品牌中国市场和中国商标，24 年取得法国 PA 完整的所有权，拥有了法国 PA 品牌、法国 PA 总部、工厂，以及 PA 在法国的上百家 SPA 网点。公司将 EDB 在中国市场的管理经验复制到 PA 品牌，24 年 PA 抖音 GMV 迅速增长至 1.6 亿+元，1H25 GMV 1.6+亿元、同比+180%。

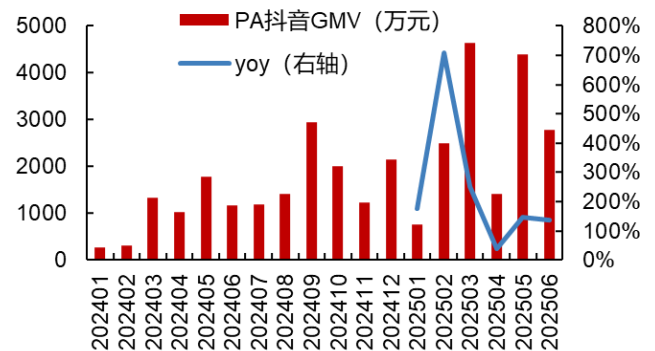
- 1) 品牌底蕴：1961 年由赫乔家族创立
- 2) 定位：轻奢法国院线修复，单品价格在 500-1500 元
- 3) 产品（矩阵搭建中）：核心大单品融雪面膜，24 年三重面霜、爽肤水、多效卸妆油三款新品上架销售，预期 25 年底产品呈现体系化状态。
- 4) 体量：主要销售在中国市场，我们预计 25 年收入翻倍增长。

图16：PA 产品矩阵



资料来源：PA 天猫旗舰店，浙商证券研究所

图17：PA 自 24 年 3 月抖音开始放量，1H25GMV 1.6+亿元、同比+180%



资料来源：蝉妈妈，浙商证券研究所

3.2 RV：大单品口碑好，强化运营、势能望快速释放

24 年 10 月收购 RV，25 年重点聚焦美国本土市场（第一大市场）平稳交接过渡，中国市场还没有做太大投放，正常接管和运营下品牌曝光度与人群资产在持续提升。根据蝉妈妈数据，RV 品牌在抖音平台逐步放量，25 年 6 月 GMV 超 800 万元。

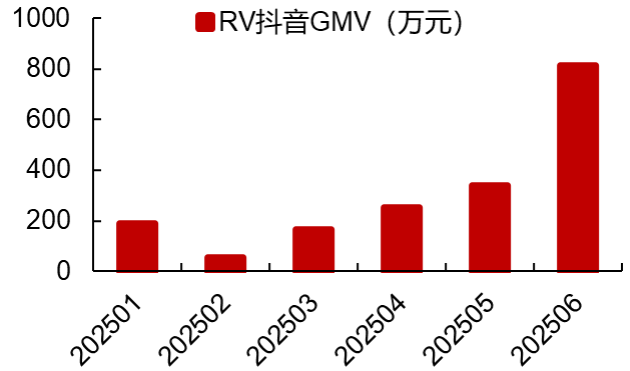
- 1) 品牌底蕴：RV 品牌历史近 30 年，起源于上世纪荣获诺贝尔奖的一个发现 EGF，后来经过多次改良，品牌将 EGF、KGF 和 IGF 的活性有效片段切换为三种寡肽，Bio-Renewal Peptide（生物新活肽）Bio-volumizing Petptide（生物丰盈肽）和 Bio-Firming Petptide（生物紧致肽），其作用分别为皮肤更新、皮肤充盈以及皮肤弹性紧致。
- 2) 定位：针对熟龄肌，高奢科技功效护肤，单品价格在 2000-14000 元
- 3) 产品：回春油、口水精华在中国市场备受贵妇名媛认可，奇肌眼精华多次荣登天猫进口眼部精华热销榜第一名。

图18: RV 产品矩阵



资料来源: RV 天猫旗舰店, 浙商证券研究所

图19: RV 品牌在抖音平台开始起量, 25 年 6 月 GMV 超过 800 万元

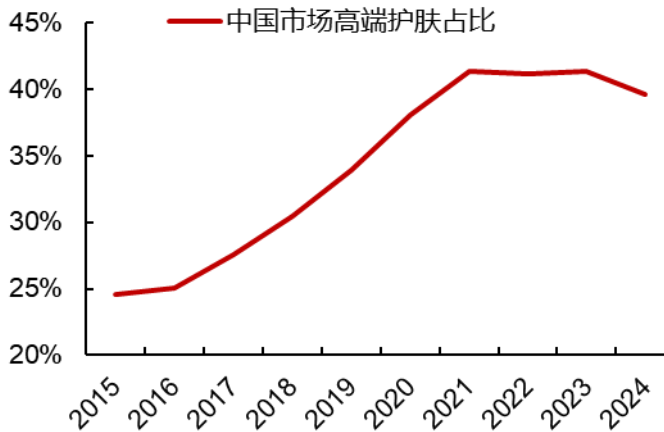


资料来源: 蝉妈妈, 浙商证券研究所

3.3 如何看高奢品牌空间?

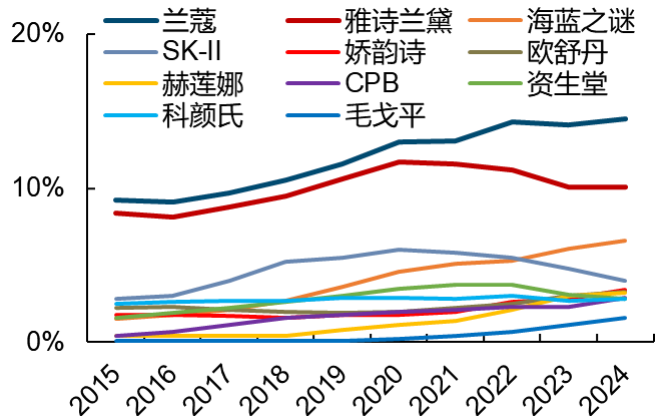
受益消费升级+线上渠道红利, 2016-2021 年我国护肤市场高端化趋势显著、市场占比由 2016 年的 25% 提升至 2021 年的 41.4% (达到成熟市场水平), 2016-2021 年 CAGR 为 23%、展现高成长性。2022 年后趋势放缓, 品牌间表现分化, 受单品 300 元上下强运营的优质国货品牌替代影响、500-1000 元价格带国际品牌市占率下降, 如雅诗兰黛、资生堂、科颜氏等品牌; 千元价格带以上国际品牌韧性更强, 海蓝之谜、赫莲娜、CPB 市占率呈逆势提升趋势, 我们认为主要系长青大单品支撑高端客户黏性、且国货品牌在该价格带相对空白。

图20: 2016-2021 年我国高端护肤市场占比快速提升、2022 年后稳中有降



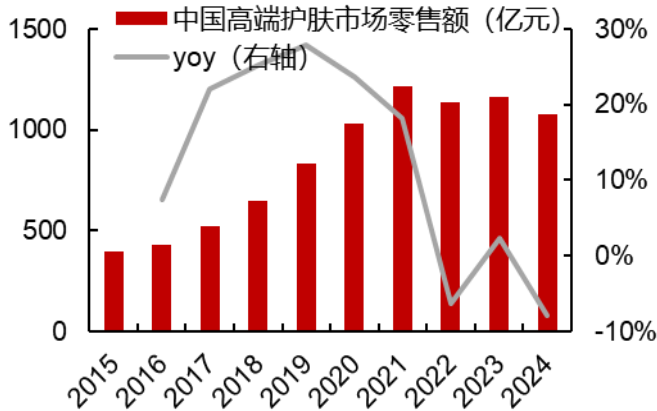
资料来源: 欧睿数据, 浙商证券研究所

图21: 我国高端护肤市场 top 品牌市场份额



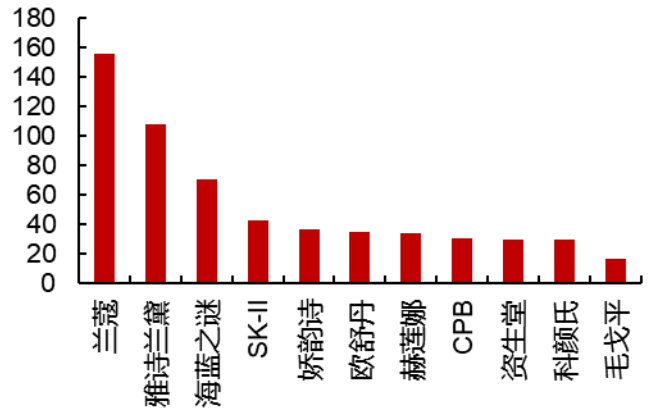
资料来源: 欧睿数据, 浙商证券研究所

图22：中国高端护肤市场 2016-2021 年展现高成长、2022 年后景气度走弱



资料来源：欧睿数据，浙商证券研究所

图23：2024 年我国高端护肤市场 TOP 品牌零售额规模（亿元）



资料来源：欧睿数据，浙商证券研究所

24 年全球高端护肤市场 545 亿美元、5 年 CAGR 为 1%，其中中国/美国市场占比 27%、19%，零售额规模分别为 149、105 亿美元。选取莱珀妮（单品价格 2000+元）、海蓝之谜（单品价格 1000 元+）作为参考，24 年海蓝之谜全球/中国市场零售规模 16.4/9.8 亿美元，莱珀妮全球/中国市场零售规模 3.8/2.1 亿美元。

图24：高端护肤、莱珀妮、海蓝之谜各地区零售规模（单位：亿美元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	CAGR
高端护肤市场							
全球	513	505	576	542	553	545	1%
中国	120	149	188	169	164	149	4%
美国	86	80	92	98	104	105	4%
法国	12	11	11	10	11	11	-1%
英国	15	16	18	17	19	20	5%
海蓝之谜							
全球	10.3	12.1	15.5	15.2	16.6	16.4	10%
中国	4.3	6.9	9.6	9.0	10.0	9.8	18%
美国	1.4	1.4	1.7	1.7	1.6	1.8	5%
法国	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	-4%
英国	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	-1%
莱珀妮							
全球	3.1	2.5	3.5	3.3	3.9	3.8	4%
中国	1.2	1.6	2.3	2.2	2.3	2.1	12%
法国	1.0	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	-9%
英国	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	-10%

资料来源：欧睿数据，浙商证券研究所

4 盈利预测与估值分析

收入及利润拆分

➤ 自有品牌

1) EDB：持续升级迭代产品矩阵，强化高奢品牌心智、追求良性增长，预计 25-27 年收入 10.2、12.0、13.8 亿元，归母净利润 1.65、2.01、2.31 亿元。2) RV：25 年国内销售正

常推进、海外重新梳理调整，预计 26 年加大投放国内营销，预计 25-27 年收入 2.20、3.96、5.94 亿元，归母净利润 0.15、0.31、0.47 亿元。3) PA：抖音渠道销售亮眼、进一步完善产品矩阵，预计 25-27 年收入 2.60、4.68、7.49 亿元，归母净利润 0.21、0.37、0.67 亿元。4) 其他自有品牌：预计 25-27 年收入 5.41、5.96、6.55 亿元，盈亏平衡。

➤ CP 业务及其他

平稳发展，预计 25-27 年收入 25.89、25.45、25.60 亿元，归母净利润 0.58、0.66、0.71 亿元。

图25：公司盈利预测（单位：百万元）

	2025E	2026E	2027E
营收（百万元）	4,631	5,208	5,942
yoy	9.3%	12.5%	14.1%
净利率	5.6%	6.4%	7.0%
归母净利润	259	336	416
yoy	136%	29%	24%
自有品牌	2041	2663	3382
EDB	1020	1203.6	1384.14
yoy		18%	15%
净利率	18%	18.5%	18.5%
归母净利润	165	201	231
RV	220	396	594
yoy		80%	50%
净利率	7%	8%	8%
归母净利润	15	31	47
PA	260	468	748.8
yoy		80%	60%
净利率	8%	8%	9%
归母净利润	21	37	67
其他自有品牌	541	596	655
yoy		10%	10%
净利率	0%	0%	0%
归母净利润	0	0	0
CP 及其他业务	2589	2545	2560
yoy		-2%	1%
净利率	2.24%	2.61%	2.77%
归母净利润	58	66	71

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

综上，预计 25-27 年归母净利润 2.59/3.36/4.16 亿元、同比+136%/+29%/+24%，当前股价对应 PE 34/26/21 倍，公司高奢品牌矩阵具备稀缺性和成长性，维持“买入”评级。

图26：可比公司估值

类别	上市公司	市值	归母净利润 (亿元)				归母净利润 YOY			PE				25-27CAGR
		(亿元)	2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E	
品牌方	珀莱雅	321	15.5	17.3	19.5	21.6	12%	13%	11%	21	19	16	15	12%
	丸美生物	160	3.4	4.1	5.4	6.7	21%	29%	25%	47	39	30	24	27%
	毛戈平	467	8.8	12.0	15.5	19.7	36%	29%	27%	53	39	30	24	28%
	上美股份	356	7.8	10.0	13.2	16.2	28%	32%	23%	46	36	27	22	27%
	巨子生物	618	20.6	25.4	31.1	37.4	23%	22%	20%	30	24	20	17	21%
	平均值									39	31	25	20	-
代运营	壹网壹创	78	0.76	1.15	1.47	1.72	52%	27%	17%	103	68	53	45	22%
品牌+代运营	若羽臣	138	1.06	1.76	2.47	3.30	67%	40%	34%	131	78	56	42	37%
公司	水羊股份	88	1.10	2.59	3.36	4.16	136%	29%	24%	80	34	26	21	27%

资料来源：Wind，浙商证券研究所（注：1）市值更新至 2025 年 9 月 16 日；2）壹网壹创、若羽臣采用 wind 一致预测，其他采用浙商证券预测；3）汇率取 1 港币=0.9152 人民币元）

5 风险提示

化妆品行业竞争加剧：化妆品社零低个位数增长，流量红利走弱，品牌商竞争加剧或影响行业整体赚钱能力。

营销投放转化不及预期：公司销售费用率 45%+，若广告投放、社媒种草等营销端投入产出不及预期或影响公司盈利能力。

高端化转型不及预期：公司 24 年确立高端化战略方向，若转型效果不及预期将影响公司业绩成长和盈利水平。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,150	2,151	2,394	2,686
现金	477	498	497	565
交易性金融资产	128	163	184	158
应收账款	352	405	478	568
其它应收款	47	53	63	69
预付账款	202	122	162	200
存货	830	806	898	1,016
其他	113	104	112	110
非流动资产	2,101	2,327	2,501	2,668
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	28	23	24	25
固定资产	918	1,129	1,252	1,359
无形资产	285	353	382	420
在建工程	12	26	60	88
其他	857	796	783	775
资产总计	4,251	4,478	4,896	5,354
流动负债	903	907	974	1,006
短期借款	353	293	323	308
应付款项	138	216	223	234
预收账款	0	0	0	0
其他	412	399	429	464
非流动负债	1,254	1,211	1,221	1,226
长期借款	545	545	545	545
其他	709	666	676	681
负债合计	2,157	2,118	2,195	2,232
少数股东权益	(2)	2	7	13
归属母公司股东权	2,097	2,358	2,693	3,109
负债和股东权益	4,251	4,478	4,896	5,354

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	266	574	358	448
净利润	112	263	341	422
折旧摊销	99	88	107	122
财务费用	69	91	91	91
投资损失	15	(9)	(8)	(5)
营运资金变动	(115)	119	(70)	(51)
其它	86	21	(102)	(131)
投资活动现金流	(335)	(400)	(307)	(266)
资本支出	(71)	(291)	(238)	(227)
长期投资	0	5	(1)	(1)
其他	(265)	(115)	(69)	(38)
筹资活动现金流	31	(152)	(52)	(114)
短期借款	121	(60)	30	(15)
长期借款	187	0	0	0
其他	(277)	(92)	(82)	(99)
现金净增加额	(39)	21	(1)	68

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,237	4,631	5,208	5,942
营业成本	1,567	1,612	1,797	2,032
营业税金及附加	15	16	19	21
营业费用	2,079	2,260	2,531	2,882
管理费用	261	259	281	315
研发费用	82	84	98	110
财务费用	69	91	91	91
资产减值损失	(32)	(32)	(26)	(30)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	(15)	9	8	5
其他经营收益	8	15	11	13
营业利润	125	300	385	480
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	125	301	386	480
所得税	14	37	45	58
净利润	112	263	341	422
少数股东损益	2	4	5	6
归属母公司净利润	110	259	336	416
EBITDA	267	468	571	680
EPS (最新摊薄)	0.28	0.67	0.86	1.07

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	-5.69%	9.29%	12.47%	14.08%
营业利润	-64.00%	140.56%	28.30%	24.47%
归属母公司净利润	-62.63%	135.97%	29.35%	23.91%
获利能力				
毛利率	63.01%	65.20%	65.50%	65.80%
净利率	2.63%	5.69%	6.54%	7.11%
ROE	5.27%	11.65%	13.27%	14.28%
ROIC	4.78%	10.00%	11.08%	11.97%
偿债能力				
资产负债率	50.73%	47.31%	44.84%	41.68%
净负债比率	46.38%	44.37%	44.19%	42.79%
流动比率	2.38	2.37	2.46	2.67
速动比率	1.46	1.48	1.54	1.66
营运能力				
总资产周转率	1.01	1.06	1.11	1.16
应收账款周转率	11.28	12.90	13.23	13.32
应付账款周转率	7.87	9.83	8.72	9.47
每股指标(元)				
每股收益	0.28	0.67	0.86	1.07
每股经营现金	0.68	1.47	0.92	1.15
每股净资产	5.40	6.05	6.91	7.97
估值比率				
P/E	79.74	33.79	26.12	21.08
P/B	4.16	3.72	3.26	2.82
EV/EBITDA	20.85	19.38	15.94	13.30

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>