

2025 年 10 月 30 日

Q3 收入稳健增长，高奢美妆集团持续向上

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：	25.85/9.78
目标价格：		总市值(亿)	77.49
最新收盘价：	19.87	自由流通市值(亿)	71.33
		自由流通股数(百万)	358.98

事件概述

水羊股份发布 2025 年三季报，2025Q1-Q3 公司实现营收 34.09 亿元，同比+11.96%，归母净利润 1.36 亿元，同比+44.01%，扣非归母净利润 1.31 亿元，同比+21.56%。2025Q3 单季度公司实现营收 9.09 亿元，同比+20.92%，归母净利润 0.13 亿元，同比+210.00%，扣非归母净利润 0.10 亿元，同比+188.93%。2025Q1-Q3 经营活动现金流净额同比增长 324.74%至 1.89 亿元，主要系销售商品和提供劳务收到的现金增多所致。

分析判断：

► 收入端：高奢品牌继续发力，收入实现稳步增长。

公司三季度淡季收入维持平稳增长，自有品牌持续发力，1) 高端品牌中：伊菲丹延续年初以来的快速增长态势；PA 围绕核心成分 PDRN 强化品牌心智，预计在低基数下维持高速增长；RV 虽未做过多投放但在小众圈层取得良好口碑，预计快速释放增量。2) 轻奢品牌中：HB 定位小众潜力赛道，保持良好增长势头；VAA 卸妆膏及粉霜表现优异，预计保持高速增长。3) 大众品牌中：御泥坊自去年完成品牌升级后逐步恢复增长态势；大水滴和小迷糊等采取收缩战略，预计利润端有所好转。

► 利润端：毛利率同环比稳步提升，加大费用投放致净利率环比承压。

盈利能力方面，25Q1-Q3 公司毛利率 66.00%，同比+2.91pct；归母净利率 3.99%，同比+0.89pct。2025Q3 单季度毛利率 69.82%，同比+1.83pct，环比+4.55pct；归母净利率 1.38%，同比+2.91pct，环比-4.37pct；公司单季度毛利率稳步提升，产品结构转型成效持续显现，净利率同比大幅优化，环比下降判断系 Q3 淡季营销前置导致销售费用率环比来看略高。

期间费用率方面，25Q1-Q3 公司期间费用率为 60.04%，同比+2.31pct，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 50.47%、5.65%、2.20%、1.73%，同比分别+1.01pct、+0.82pct、+0.31pct、+0.17pct；25Q3 单季度公司期间费用率为 67.04%，同比-1.15pct，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 54.67%、6.82%、3.43%、2.12%，同比分别-2.78pct、+1.57pct、+0.03pct、+0.03pct。25Q3 公司销售费用率同比降低，主要系去年同期销售费用率偏高；环比有所提升判断系公司加大内容种草和营销力度，打造长期品牌资产。研发费用率提升判断系公司加强法国及日本研发投入，打造全球化研发体系。

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，收入规模与盈利能力有望持续提升。考虑到公司加大费用投放，我们下调利润预测，预计 2025-2027 年营收分别为 45.66/49.20/53.15 亿元，2025-2027 年归母净利润分别为 2.04/2.88/3.75 亿元（前值 2.61/3.27/3.94 亿元），对应 EPS 分别为 0.52/0.74/0.96 元（前值 0.67/0.84/1.01 元），对应 2025 年 10 月 30 日收盘价 19.87 元，PE 分别为 42/30/23X，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	204	288	375
YoY (%)	135.4%	-62.6%	85.3%	41.4%	30.3%
毛利率 (%)	58.4%	63.0%	62.1%	62.6%	63.5%
每股收益 (元)	0.76	0.28	0.52	0.74	0.96
ROE	14.2%	5.2%	9.3%	11.9%	13.9%
市盈率	29.13	79.07	42.38	29.98	23.02

资料来源: wind, 华西证券研究所

分析师: 徐林锋

邮箱: xulf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080002

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,237	4,566	4,920	5,315	净利润	112	206	292	380
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	46	49	53	经营活动现金流	266	477	505	248
销售费用	2,079	2,283	2,411	2,594	资本开支	-262	-66	-66	-66
管理费用	261	297	295	314	投资	-69	-10	-10	-10
财务费用	69	-55	-42	-53	投资活动现金流	-335	-59	-67	-68
研发费用	82	91	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	231	328	429	现金净流量	-37	207	488	134
营业外收支	0	3	3	3	主要财务指标				
利润总额	125	234	331	432	成长能力				
所得税	14	28	40	52	营业收入增长率	-5.7%	7.7%	7.8%	8.0%
净利润	112	206	292	380	净利润增长率	-62.6%	85.3%	41.4%	30.3%
归属于母公司净利润	110	204	288	375	盈利能力				
YoY (%)	-62.6%	85.3%	41.4%	30.3%	毛利率	63.0%	62.1%	62.6%	63.5%
每股收益	0.28	0.52	0.74	0.96	净利率	2.6%	4.5%	5.9%	7.1%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	2.6%	4.6%	6.0%	7.2%
货币资金	477	684	1,172	1,306	净资产收益率 ROE	5.2%	9.3%	11.9%	13.9%
预付款项	202	159	184	198	偿债能力				
存货	830	801	565	712	流动比率	2.38	2.30	2.32	2.47
其他流动资产	641	706	757	804	速动比率	1.11	1.25	1.57	1.63
流动资产合计	2,150	2,350	2,678	3,021	现金比率	0.53	0.67	1.01	1.07
长期股权投资	28	28	28	28	资产负债率	50.7%	50.8%	49.9%	47.7%
固定资产	918	942	965	987	经营效率				
无形资产	285	285	284	283	总资产周转率	1.01	1.05	1.06	1.06
非流动资产合计	2,101	2,126	2,149	2,169	每股指标 (元)				
资产合计	4,251	4,476	4,827	5,190	每股收益	0.28	0.52	0.74	0.96
短期借款	353	255	393	449	每股净资产	5.40	5.65	6.19	6.94
应付账款及票据	138	365	327	311	每股经营现金流	0.68	1.22	1.29	0.63
其他流动负债	412	403	436	464	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	903	1,022	1,156	1,224	估值分析				
长期借款	545	545	545	545	PE	79.07	42.38	29.98	23.02
其他长期负债	709	706	706	706	PB	2.45	3.92	3.57	3.19
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	4	8					
股东权益合计	2,094	2,203	2,419	2,714					
负债和股东权益合计	4,251	4,476	4,827	5,190					

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。