

研发投入加码，持续推进高奢品牌矩阵建设

2025 年 11 月 01 日

► **事件：水羊股份发布 25Q3 业绩报告。**25Q3 公司实现营收 9.09 亿元，同比+20.92%，实现归母净利润 1258.33 万元，同比+210.00%，实现扣非归母净利润 1035.11 万元，同比+188.93%。

► **Q3 毛利率同比+1.83pct，整体盈利水平持续优化。**25Q3 公司整体毛利率 69.82%，同比+1.83pct；费用率方面：25Q3 公司销售费用率为 54.67%，同比-2.78pct；25Q3 管理费用率为 6.82%，同比+1.57pct，主要系本期管理人员跨国协作与业务支持需求增加所致；25Q3 研发费用率为 3.43%，同比+0.03pct，主要系本期研发投入增加所致；25Q3 财务费用率为 2.12%，同比+0.04pct。净利率方面，25Q3 公司实现归母净利率 1.38%，同比+2.9pct，实现扣非归母净利率 1.14%，同比+2.7pct。

► **持续加码自有品牌研发投入，海外管理团队调整影响管理成本。**公司持续加码自有品牌研发投入，单 Q3 研发费用支出 3122.8 万元，主要系公司坚持全球化研发战略布局，在全球范围内的美妆高地进行国际顶尖研发实验室的建设，并对 EDB、PA、RV 等品牌进行多线升级，同时为进一步加大研发实力，公司加大全球研发人员招聘力度。管理费用方面，随着 RV、PA 公司及团队的并入合并报表范围，同比去年对应亦增加了海外的管理成本。

► **自有品牌与 CP 品牌双业务持续发力，全球化布局深化品牌势能。**自有品牌方面：1) 伊菲丹：25Q3 全新升级 rich 面霜二代，市场反馈良好，单品销售呈现翻倍式增长；另外储备大单品顶奢臻金系列升级后限量发售，同时品牌持续调整渠道结构，更注重天猫等平销型渠道的投放，加大小红书的长期品牌及产品种草投入，带动三季度天猫、京东等平销型渠道整体增速超 60%。加快线下发力，新布局开业一线新一线核心商圈。25Q3 巴黎老佛爷第二家伊菲丹门店开业，未来还将有更多门店开拓。2) REVIVE：北美线下市场营收同比实现高双位数增长，REVIVE 在国内市场凭借品牌自身优秀的产品力与小众圈层的超高口碑，品牌曝光度与人群资产持续提升，品牌美誉度持续提升，天猫、小红书等渠道均实现高速增长。3) 佩尔赫乔：持续强化 PDRN 源头发明的科技形象，Q3 天猫、京东月销增长明显，品牌健康度持续提升。4) 御泥坊：品牌势能与经营业绩在报告期内均实现有序复苏。升级后的关键单品黑参次抛，销量环比实现增长翻倍式增长。CP 品牌方面：科赴回到正常的发展轨道，国民经典护肤品牌大宝，持续优化市场投放及渠道效率，业绩同比实现高速增长，美斯蒂克等成为新的增长引擎。

► **投资建议：**公司持续推动水羊高端化与全球化布局，我们预计 25-27 年公司归母净利润分别为 2.14 亿元、3.22 亿元、4.25 亿元，同比增速分别为 95.1%、49.9%、32.3%，当前股价对应 PE 分别为 37X/25X/19X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**海外品牌本土化运营风险，宏观经济复苏不及预期。

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	4,661	5,220	5,821
增长率 (%)	-5.7	10.0	12.0	11.5
归属母公司股东净利润 (百万元)	110	214	322	425
增长率 (%)	-62.6	95.1	49.9	32.3
每股收益 (元)	0.28	0.55	0.82	1.09
PE	72	37	25	19
PB	3.8	3.4	3.0	2.6

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 10 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

20.43 元

分析师 解慧新

执业证书：S0100522100001

邮箱：xiehuixin@glms.com.cn

相关研究

1.水羊股份 (300740.SZ) 2025 年半年报点评：营收净利双增，自有高端品牌矩阵发力-2025/08/25

2.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

3.水羊股份 (300740.SZ) 2024 年三季报点评：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

4.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

5.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

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	4,661	5,220	5,821
营业成本	1,567	1,585	1,775	1,962
营业税金及附加	15	23	26	29
销售费用	2,079	2,284	2,558	2,852
管理费用	261	326	313	320
研发费用	82	140	131	146
EBIT	221	317	435	535
财务费用	69	61	58	56
资产减值损失	-37	-13	-14	0
投资收益	-15	5	10	12
营业利润	125	250	376	497
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	125	249	376	497
所得税	14	35	53	70
净利润	112	214	323	427
归属于母公司净利润	110	214	322	425
EBITDA	337	444	563	667

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	477	684	853	2,224
应收账款及票据	352	423	459	0
预付款项	202	174	177	0
存货	830	647	701	0
其他流动资产	289	291	300	242
流动资产合计	2,150	2,219	2,490	2,466
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	2,227	2,315	2,313
资产合计	4,251	4,446	4,805	4,779
短期借款	353	353	353	353
应付账款及票据	138	163	168	0
其他流动负债	412	369	401	115
流动负债合计	903	885	921	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	2,138	2,174	1,721
股本	388	390	390	390
少数股东权益	-2	-2	-1	1
股东权益合计	2,094	2,308	2,631	3,058
负债和股东权益合计	4,251	4,446	4,805	4,779

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	10.00	12.00	11.50
EBIT 增长率	-45.62	43.78	37.15	23.05
净利润增长率	-62.63	95.07	49.90	32.28
盈利能力 (%)				
毛利率	63.01	66.00	66.00	66.30
净利率	2.59	4.60	6.16	7.31
总资产收益率 ROA	2.59	4.82	6.69	8.90
净资产收益率 ROE	5.24	9.29	12.22	13.91
偿债能力				
流动比率	2.38	2.51	2.70	5.27
速动比率	1.11	1.45	1.63	5.02
现金比率	0.53	0.77	0.93	4.75
资产负债率 (%)	50.73	48.09	45.25	36.02
经营效率				
应收账款周转天数	31.91	29.75	30.42	14.21
存货周转天数	186.57	167.74	136.68	64.29
总资产周转率	1.01	1.07	1.13	1.21
每股指标 (元)				
每股收益	0.28	0.55	0.82	1.09
每股净资产	5.38	5.92	6.75	7.84
每股经营现金流	0.68	1.32	1.12	3.97
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	72	37	25	19
PB	3.8	3.4	3.0	2.6
EV/EBITDA	27.30	20.72	16.34	13.79
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	214	323	427
折旧和摊销	116	126	127	132
营运资金变动	-45	102	-84	942
经营活动现金流	266	515	439	1,550
资本开支	-262	-226	-196	-106
投资	-69	0	0	0
投资活动现金流	-335	-222	-186	-95
股权募资	2	0	0	0
债务募资	164	0	0	0
筹资活动现金流	31	-86	-84	-84
现金净流量	-37	207	169	1,371

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。本报告清晰准确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。	公司评级	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