

水羊股份 (300740.SZ)

战略性投入致利润修复放缓，长期增长势能充足

2025 年 11 月 01 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

黄泽鹏（分析师）

初敏（分析师）

程婧雅（分析师）

huangzepeng@kysec.cn

chumin@kysec.cn

chengjingya@kysec.cn

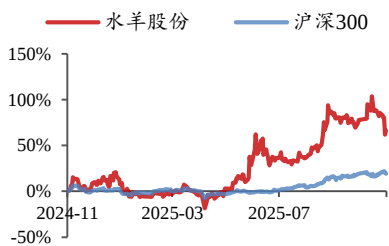
证书编号：S0790519110001

证书编号：S0790522080008

证书编号：S0790525070010

日期	2025/10/31
当前股价(元)	20.43
一年最高最低(元)	25.85/9.78
总市值(亿元)	79.68
流通市值(亿元)	73.34
总股本(亿股)	3.90
流通股本(亿股)	3.59
近 3 个月换手率(%)	363.95

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《Q2 增长提速，高端化、全球化转型升级持续推进——公司信息更新报告》
-2025.8.25

《“高奢美妆集团”打法逐渐清晰，Q1 渐入佳境——公司信息更新报告》
-2025.5.3

● 收入稳步增长，加大费用投放致利润修复放缓

2025Q1-Q3 公司实现营收 34.1 亿元/yoy+12%，归母净利 1.36 亿元/yoy+44%，扣非归母净利 1.3 亿元/yoy+21.6%。2025Q3 公司实现营收 9.1 亿元/yoy+20.9%，归母净利 1258 万元/yoy+210%，扣非归母净利 1035 万元/yoy+188.9%。公司阶段性加大费用投放打造品牌故事、做好产品研发和用户管理，短期利润修复放缓。考虑到阶段性多维度费用投放影响利润，我们下调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利 1.9/2.8/3.8（前值 2.6/3.2/4）亿元，yoy+76.8%/+45.1%/+34.6%，当前股价对应 PE 41/28.2/21 倍。公司高奢美妆品牌集团定位不断夯实，阶段性费用投入将助力长期持续成长，维持“买入”评级。

● 高毛利品牌收入占比提升拉高毛利率，自有品牌布局有序推进

高毛利品牌收入占比提升拉高毛利率：自有品牌 2025Q3 毛利率达 82%，在整体营收占比由 2025H1 的 41%提升至 2025Q3 的 44%，高端品牌占比进一步提升致公司整体毛利率创近年单季历史新高，2025Q3 公司毛利率 69.8%/yoy+1.83pct。EDB：2025Q3 京东和天猫 GMV 同比+60%+，Rich 面霜二代销售翻倍式增长，加快线下渠道布局，中国启动 3 年 50 店计划，海外高端百货渠道和电商独立站渠道齐发力。PA：2025Q3 天猫、京东月增明显，2026 年预计推出更多 PDRN 成分产品。RêVive：北美线下营收高双位数增长，高于同期北美线下大盘，预计 2026 年国内品牌全面升级。

● 加大投入助力营销和研发，一次性历史费用影响管理费用

加大费用投放影响净利率表现：2025Q3 公司净利率 1.4%/yoy+2.87pct。（1）销售费用率：2025Q3 为 54.7%/yoy-2.78pct，仍维持相对高位。公司加大 EDB、RêVive 等品牌小红书种草投入及 88VIP 精准投放，RêVive 在北美大幅增加投入提升品牌势能。（2）研发费用率：2025Q3 为 3.4%/yoy+0.03pct。公司全球化研发体系（法国、大阪、东京、纽约实验室）持续完善，自主研发和外部研发机构联动助力高端品牌多线升级、研发费用同比环比均提升。（3）管理费用率：2025Q3 为 6.8%/yoy+1.57pct，RêVive 和 PA 正式并表，增加海外管理成本，RêVive 品牌完成高管团队替换和整合，产生一次性历史高管团队更替费用，并实施多项员工福利和激励计划致管理费用增长。（4）财务费用率：2025Q3 为 2.1%/yoy+0.03pct，基本稳定。

● 风险提示：行业竞争加剧；收购品牌培育不及预期；新品研发不及预期等。

财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,493	4,237	4,724	5,023	5,322
YOY(%)	-4.9	-5.7	11.5	6.3	6.0
归母净利润(百万元)	294	110	194	282	380
YOY(%)	135.4	-62.6	76.8	45.1	34.6
毛利率(%)	58.4	63.0	66.7	67.3	68.4
净利率(%)	6.5	2.6	4.1	5.6	7.1
ROE(%)	14.4	5.3	8.5	11.1	13.2
EPS(摊薄/元)	0.75	0.28	0.50	0.72	0.97
P/E(倍)	27.1	72.5	41.0	28.2	21.0
P/B(倍)	4.0	4.0	3.6	3.2	2.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2315	2150	2291	2441	2385	营业收入	4493	4237	4724	5023	5322
现金	554	477	636	565	599	营业成本	1868	1567	1575	1641	1683
应收票据及应收账款	404	352	378	455	435	营业税金及附加	23	15	19	20	21
其他应收款	62	47	75	55	82	营业费用	1858	2079	2405	2511	2640
预付账款	121	202	158	225	181	管理费用	235	261	326	342	351
存货	795	830	803	899	846	研发费用	77	82	109	110	117
其他流动资产	379	242	242	242	242	财务费用	65	69	49	47	42
非流动资产	1800	2101	2189	2261	2334	资产减值损失	-40	-37	-33	-41	-42
长期投资	20	28	36	44	52	其他收益	23	7	15	15	15
固定资产	845	918	930	927	929	公允价值变动收益	-14	0	3	4	-2
无形资产	260	285	322	366	420	投资净收益	16	-15	2	0	1
其他非流动资产	674	869	901	924	934	资产处置收益	4	0	1	1	2
资产总计	4115	4251	4480	4701	4720	营业利润	347	125	226	327	441
流动负债	1046	903	1150	1328	1209	营业外收入	2	6	3	3	3
短期借款	232	353	353	578	406	营业外支出	2	6	3	3	3
应付票据及应付账款	280	138	294	183	282	利润总额	347	125	226	327	441
其他流动负债	534	412	503	567	521	所得税	48	14	31	44	57
非流动负债	994	1254	1040	820	598	净利润	299	112	195	283	383
长期借款	972	1182	969	749	527	少数股东损益	5	2	0	1	4
其他非流动负债	22	72	72	72	72	归属母公司净利润	294	110	194	282	380
负债合计	2040	2157	2191	2148	1807	EBITDA	476	309	346	439	554
少数股东权益	-1	-2	-2	-0	3	EPS(元)	0.75	0.28	0.50	0.72	0.97
股本	390	388	388	388	388	主要财务比率					
资本公积	494	444	444	444	444	成长能力					
留存收益	1152	1224	1397	1641	1988	营业收入(%)	-4.9	-5.7	11.5	6.3	6.0
归属母公司股东权益	2076	2097	2291	2554	2909	营业利润(%)	137.9	-64.0	81.1	44.7	34.7
负债和股东权益	4115	4251	4480	4701	4720	归属于母公司净利润(%)	135.4	-62.6	76.8	45.1	34.6
现金流量表(百万元)						获利能力					
经营活动现金流	262	266	443	124	640	毛利率(%)	58.4	63.0	66.7	67.3	68.4
净利润	299	112	195	283	383	净利率(%)	6.5	2.6	4.1	5.6	7.1
折旧摊销	67	99	79	73	79	ROE(%)	14.4	5.3	8.5	11.1	13.2
财务费用	65	69	49	47	42	ROIC(%)	10.0	5.0	6.0	7.7	10.1
投资损失	-16	15	-2	-0	-1	偿债能力					
营运资金变动	-203	-14	122	-276	136	资产负债率(%)	49.6	50.7	48.9	45.7	38.3
其他经营现金流	50	-15	-0	-2	0	净负债比率(%)	42.8	55.5	40.7	39.6	20.3
投资活动现金流	-281	-335	-161	-139	-152	流动比率	2.2	2.4	2.0	1.8	2.0
资本支出	178	278	160	137	145	速动比率	1.2	1.1	1.1	0.9	1.0
长期投资	-172	126	-8	-8	-8	营运能力					
其他投资现金流	70	-183	6	5	1	总资产周转率	1.2	1.0	1.1	1.1	1.1
筹资活动现金流	192	31	-123	-281	-281	应收账款周转率	12.3	11.3	13.1	12.2	12.2
短期借款	-476	121	0	225	-173	应付账款周转率	6.2	7.9	7.9	7.3	7.7
长期借款	530	210	-213	-220	-222	每股指标(元)					
普通股增加	1	-1	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.75	0.28	0.50	0.72	0.97
资本公积增加	-2	-51	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.68	1.14	0.32	1.64
其他筹资现金流	139	-248	90	-286	113	每股净资产(最新摊薄)	5.09	5.15	5.65	6.32	7.23
现金净增加额	179	-37	159	-296	206	估值比率					
						P/E	27.1	72.5	41.0	28.2	21.0
						P/B	4.0	4.0	3.6	3.2	2.8
						EV/EBITDA	18.0	29.0	25.2	20.1	15.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn