

公司研究

发布员工持股计划，彰显长期发展信心

——水羊股份（300740.SZ）员工持股计划（草案）点评

要点

事件：

水羊股份于 2025 年 12 月 1 日发布员工持股计划（草案）。此次计划的参加对象不超过 938 人，按岗位性质划分为专业岗和管理岗核心人员。该计划的资金来源为公司根据内部考核制度计提的专项基金不超过 5104 万元，股票来源为公司以集中竞价交易方式自 2025 年 4 月 15 日至 11 月 3 日回购的股票，公司受让回购股份的价格为 20.46 元/股，受让回购股份不超过 249 万股，占总股本的比例为 0.64%。

点评：

员工持股计划提升员工积极性，彰显发展信心

此次员工持股计划有助于持续推进长期激励机制的建设，吸引和留住优秀人才，有效结合股东利益、公司利益和员工利益。此次计划仅设置个人层面绩效考核，公司人力资源部对持有人的工作绩效进行评价，计算综合得分，对应考核等级，确定个人层面可解锁比例，明确持有人持有的可参与权益分配的份额。

多品牌多渠道协同发力，前三季度业绩高质量增长

公司 2025 年前三季度业绩高质量增长，实现营业收入 34.1 亿元，同比增长 12%，归母净利润 1.4 亿元，同比增长 44%。作为高奢美妆集团，公司多品牌协同发力。根据魔镜数据统计，2025 年 1~10 月伊菲丹淘天/抖音/京东累计同比分别增长 11%/19%/314%；pier auge 淘天累计同比增长 23%。其中，伊菲丹完善产品矩阵建设，不断升级迭代大单品，超级面膜及 rich 面霜均升级至第二代；pier auge 融雪面膜销售势头向好，带动品牌声量进一步放大；美国护肤品牌 RV 大单品一夜回春油表现亮眼。

高奢美妆集团继续稳步迈进，维持盈利预测和“买入”评级

公司自有品牌与 CP 品牌双业务战略驱动，自有品牌走向高端化、全球化，旗下主力品牌伊菲丹/pier auge/RV 等产品力突出，品牌势能稳步向上，线上线下协同发展。我们维持公司 2025~2027 年归母净利润预测为 2.4/3.2/4.1 亿元，按最新股本计算，EPS 分别为 0.62/0.82/1.05 元，当前股价对应 PE 分别为 33/25/19 倍，维持“买入”评级。

风险提示：国内消费疲软；线上渠道整体增长放缓；线下门店开拓或者销售不及预期；新产品/新品牌推出或者拓展不及预期；费用投入不当；行业竞争加剧；并购整合不当。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,493	4,237	4,980	5,798	6,744
营业收入增长率	-4.86%	-5.69%	17.53%	16.43%	16.32%
归母净利润（百万元）	294	110	241	321	409
归母净利润增长率	135.76%	-62.63%	118.75%	33.30%	27.42%
EPS（元）	0.75	0.28	0.62	0.82	1.05
ROE（归属母公司）（摊薄）	14.17%	5.24%	10.29%	12.23%	13.70%
P/E	27	72	33	25	19
P/B	3.8	3.8	3.4	3.0	2.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2025-12-01

买入（维持）

当前价：20.34 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004

021-52523842

zhujieyu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	3.90
总市值(亿元):	79.33
一年最低/最高(元):	9.78/25.85
近 3 月换手率:	312.54%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.85	-10.69	34.74
绝对	0.20	-9.52	50.67

资料来源：Wind

相关研报

单季度收入增速环比向上，高奢美妆集团持续夯实——水羊股份（300740.SZ）2025 年三季报点评（2025-10-30）

二季度业绩增速环比提升，业务结构优化逐步显效——水羊股份（300740.SZ）2025 年中报点评（2025-08-23）

业务结构调整，专注高奢美妆品牌——水羊股份（300740.SZ）2024 年年报及 2025 年一季报点评（2025-05-01）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,493	4,237	4,980	5,798	6,744
营业成本	1,868	1,567	1,695	1,947	2,235
折旧和摊销	55	63	66	71	76
税金及附加	23	15	20	23	27
销售费用	1,858	2,079	2,505	2,899	3,372
管理费用	235	261	319	377	438
研发费用	77	82	95	110	128
财务费用	65	69	62	68	70
投资收益	16	-15	5	5	5
营业利润	347	125	280	371	469
利润总额	347	125	279	370	468
所得税	48	14	37	47	58
净利润	299	112	243	323	411
少数股东损益	5	2	2	2	2
归属母公司净利润	294	110	241	321	409
EPS(元)	0.75	0.28	0.62	0.82	1.05

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	262	266	230	264	330
净利润	294	110	241	321	409
折旧摊销	55	63	66	71	76
净营运资金增加	135	106	262	332	383
其他	-222	-13	-339	-459	-538
投资活动产生现金流	-281	-335	-95	-95	-95
净资本支出	-112	-262	-100	-100	-100
长期投资变化	20	28	0	0	0
其他资产变化	-190	-102	5	5	5
融资活动现金流	192	31	235	-30	-74
股本变化	1	-1	2	0	0
债务净变化	207	198	297	74	45
无息负债变化	-78	-81	28	44	51
净现金流	179	-37	370	139	161

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	58.4%	63.0%	66.0%	66.4%	66.9%
EBITDA 率	12.8%	8.9%	8.8%	9.3%	9.7%
EBIT 率	11.3%	6.6%	7.5%	8.1%	8.5%
税前净利润率	7.7%	3.0%	5.6%	6.4%	6.9%
归母净利润率	6.5%	2.6%	4.8%	5.5%	6.1%
ROA	7.3%	2.6%	5.0%	6.2%	7.2%
ROE (摊薄)	14.2%	5.2%	10.3%	12.2%	13.7%
经营性 ROIC	13.0%	7.1%	8.2%	9.6%	10.7%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	50%	51%	52%	50%	47%
流动比率	2.21	2.38	2.19	2.27	2.42
速动比率	1.45	1.46	1.46	1.52	1.62
归母权益/有息债务	1.44	1.28	1.21	1.31	1.45
有形资产/有息债务	2.37	2.05	2.03	2.16	2.34

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	4,115	4,251	4,818	5,223	5,681
货币资金	554	477	847	986	1,147
交易性金融资产	260	128	128	128	128
应收账款	404	347	423	493	573
应收票据	0	5	5	6	7
其他应收款 (合计)	62	47	60	70	81
存货	795	830	889	1,013	1,156
其他流动资产	240	316	332	365	402
流动资产合计	2,315	2,150	2,683	3,059	3,493
其他权益工具	60	60	60	60	60
长期股权投资	20	28	28	28	28
固定资产	845	918	952	977	995
在建工程	14	12	6	4	3
无形资产	260	285	282	279	276
商誉	295	443	443	443	443
其他非流动资产	305	354	364	373	382
非流动资产合计	1,800	2,101	2,135	2,164	2,188
总负债	2,040	2,157	2,482	2,600	2,696
短期借款	232	353	650	724	769
应付账款	272	126	136	156	179
应付票据	8	12	17	19	22
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	534	412	426	447	472
流动负债合计	1,046	903	1,228	1,347	1,442
长期借款	358	545	545	545	545
应付债券	615	637	637	637	637
其他非流动负债	22	72	72	72	72
非流动负债合计	994	1,254	1,254	1,254	1,254
股东权益	2,075	2,094	2,337	2,623	2,985
股本	390	388	390	390	390
公积金	518	473	496	528	568
未分配利润	1,128	1,194	1,411	1,663	1,982
归属母公司权益	2,076	2,097	2,337	2,621	2,981
少数股东权益	-1	-2	0	2	4

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	41.35%	49.06%	50.30%	50.00%	50.00%
管理费用率	5.24%	6.15%	6.40%	6.50%	6.50%
财务费用率	1.44%	1.64%	1.24%	1.17%	1.04%
研发费用率	1.70%	1.94%	1.90%	1.90%	1.90%
所得税率	14%	11%	13%	13%	12%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.10	0.00	0.09	0.12	0.16
每股经营现金流	0.67	0.68	0.59	0.68	0.85
每股净资产	5.32	5.38	5.99	6.72	7.64
每股销售收入	11.52	10.86	12.77	14.87	17.29

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	27	72	33	25	19
PB	3.8	3.8	3.4	3.0	2.7
EV/EBITDA	16.3	27.9	21.9	17.9	14.9
股息率	0.5%	0.0%	0.5%	0.6%	0.8%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因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，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

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。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区复兴门外大街 6 号
光大大厦 17 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP